

VOL 1 N° 4

Mayo - Octubre 2024

Moreno, Provincia de Buenos Aires, Argentina
2024

REVISTA DE

ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO

**PUBLICACIÓN SEMESTRAL DEL DEPARTAMENTO DE
CIENCIAS ECONÓMICAS Y JURÍDICAS DE LA
UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO**

ISSN 2618-5253 (impresa)

ISSN 2618-5539 (en línea)



**UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE MORENO**

Un análisis comparativo de la política fiscal y monetaria en economías con restricción de financiamiento externo. Los casos de Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú durante el período 2003-2022: ¿un trade-off entre crecimiento y estabilidad cambiaria?¹

Juan Manuel ARIZAGA²

Fecha de recepción: 16/08/2024

Fecha de aceptación: 15/10/2024

Palabras Clave:

- Política fiscal
- Política monetaria
- Restricción externa
- Flujo de capitales
- Balanza de pagos
- Latinoamérica

Clasificación JEL:

E32, E44, E52, E62, E63, F32,
F34, G01

Resumen

El presente trabajo aborda la problemática de los países latinoamericanos que enfrentan restricción externa al financiamiento, no solo desde el resultado de la cuenta comercial sino incluyendo los flujos de capitales y su impacto en la cuenta capital y financiera. Durante el período 2003-2022, se habría decidido no acelerar el ritmo de crecimiento, con la premisa de mantener la actividad en un nivel alejado de presiones sobre el tipo de cambio. Entre los efectos negativos de una devaluación de la moneda nacional se encuentran: aumento del nivel de precios, caída del poder adquisitivo, contracción del consumo interno, agudización del conflicto distributivo. En la comparativa final encontramos evidencia respecto de la dependencia externa de las economías latinoamericanas bajo estudio, de la sensibilidad a los shocks externos, que rápidamente se transmiten a los niveles de actividad, alterando la performance y estabilidad de la economía en su conjunto.

1 Sugerencia de citación: Arizaga, J. (2024). Un análisis comparativo de la política fiscal y monetaria en economías con restricción de financiamiento externo. Los casos de Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú durante el período 2003-2022: ¿un trade-off entre crecimiento y estabilidad cambiaria?, *Revista de Economía, Política y Desarrollo* Vol. 1 – Nro. 4, Mayo – octubre 2024, ISSN 2618-5253 (impresa)/ISSN 2618-5539 (en línea).

2 Universidad Nacional de Moreno. Dirección: Av. Bartolomé Mitre 1891, B1744OHC Moreno, Provincia de Buenos Aires.

Correo electrónico: juan.manuel.arizaga@gmail.com

Abstract

This work addresses the problem of Latin American countries that face external constraints on financing, not only from the result of the trade balance but also including capital flows and their impact on the capital and financial account. During the period 2003–2022, it was decided not to accelerate the pace of growth, with the premise of maintaining activity at a level away from pressures on the exchange rate. Among the negative effects of a devaluation of the national currency are: increase in the price level, fall in purchasing power, contraction of domestic consumption, exacerbation of the distribution conflict. In the final comparison we find evidence regarding the external dependence of the Latin American economies under study, of the sensitivity to external shocks, which are quickly transmitted to activity levels, altering the performance and stability of the economy as a whole.

Keywords:

- *Fiscal policy*
- *Monetary policy*
- *External restriction*
- *Capital flow*
- *Balance of payments*
- *Latin america*

I. INTRODUCCIÓN

Este artículo es parte de una investigación mayor cuyo objetivo¹ es identificar en un conjunto de países representativos de América Latina², las similitudes y diferencias en relación al uso e impacto de las herramientas de política económica para el manejo monetario y fiscal.

El núcleo de la problemática, que las economías de la región comparten, es la permanente restricción al financiamiento externo. Se abordará la hipótesis respecto de la importancia que tienen los gastos autónomos internos (consumo del gobierno, principalmente, y consumo privado que depende del crédito, y no del ingreso disponible) como determinantes para incrementar el ingreso agregado. En este aspecto se entiende que las autoridades administran el gasto fiscal y la tasa de interés doméstica con el objetivo de mantener un crecimiento estable pero que se aleje de la zona donde las presiones del consumo de divisas generen situaciones de volatilidad cambiaria, que termina afectando los niveles de precios internos, los salarios y la tasa de pobreza.

En virtud del mayor valor agregado derivado del desarrollo industrial homogéneo de las economías del centro, se genera un deterioro de los términos de intercambio (Prebisch, 1949) desfavorable a la periferia y un atraso tecnológico de muy difícil reducción. El período actual de financiarización del capitalismo impone a las naciones periféricas una condición adicional de subordinación a las que existen en términos de balanza comercial.

Los menores grados de libertad en el ámbito de la liberalización de los movimientos de capitales internacionales que afectan la cuenta capital y financiera, exacerbando esta dependencia y fomentando, entre otros efectos, un proceso de desindustrialización temprana en la región (Caldentey y Vernengo, 2021).

El desafío de las autoridades responsables de las decisiones económicas, fiscales y monetarias radica en la elección y ejecución coordinada de las herramientas apropiadas para suavizar la volatilidad que imprimen al ciclo, los movimientos de capitales. Deben lograrlo en el marco de la búsqueda por mantener un crecimiento sustentable que marque el rumbo hacia un estadio superior en el desarrollo de su nación.

II. FUNDAMENTOS TEÓRICOS Y METODOLÓGICOS

Este artículo se centra en el estudio de economías periféricas, caracterizadas por estructuras productivas heterogéneas que enfrentan dificultades recurrentes para superar umbrales de crecimiento debido a la falta de divisas. La restricción externa evidencia las limitaciones que estas economías, las cuales participan en el comercio internacional principalmente como exportadoras de materias primas, encuentran para desarrollarse. Estas naciones suelen tener un sector exportador primario altamente competitivo a nivel internacional, en contraste con un sector industrial que consume muchas divisas, lo que lo vuelve poco competitivo y limita la expansión de sus exportaciones.

La dualidad inherente a estas economías periféricas y el deterioro de los términos de intercambio, analizados por Raúl Prebisch en 1948-1949, dieron lugar al estructuralismo latinoamericano, cuyas teorías destacan las profundas desigualdades económicas y sociales. Este escenario impacta gravemente en la distribución del ingreso, el empleo y la pobreza, generando tensiones sociales persistentes en economías desequilibradas.

1 Los resultados expuestos en el presente artículo fueron desarrollados en el marco de la Práctica Pre-Profesional de la carrera de Licenciatura en Economía de la Universidad Nacional de Moreno.

2 Concentran cerca del 80% del producto bruto interno de la región.

El problema de la balanza de pagos no se deriva únicamente del déficit en cuenta corriente. En las últimas décadas, la cuenta de capital y financiera ha ganado relevancia como determinante de los resultados de la balanza de pagos (BP). La desregulación en los movimientos de capitales, impulsada por la fase de valorización financiera del capitalismo, ha creado condiciones ideales para que las crisis financieras globales se propaguen rápidamente, afectando de manera desproporcionada a los países periféricos (Kregel, 2009 en Médici, 2020).

En estas naciones, las políticas promercado, derivadas del Consenso de Washington, y las medidas impuestas por organismos de crédito, como tasas de interés reales positivas, reducción del gasto público y privatizaciones, han generado daños económicos y financieros. Además, la proliferación de nuevos productos financieros ha incrementado la especulación y el riesgo sistémico (Médici, 2020). El modelo de crecimiento utilizado en este análisis es el del supermultiplicador sraffiano (Serrano et al., 2018), que identifica los gastos autónomos —exportaciones, consumo privado no dependiente del ingreso y gasto público— como los determinantes de la tendencia de crecimiento (Médici, 2011).

La hipótesis de este trabajo sostiene que los gobiernos de las economías analizadas han priorizado políticas fiscales austeras, buscando superávits fiscales, especialmente primarios, para evitar devaluaciones y mejorar la posición de reservas internacionales. Estas medidas, sin embargo, han limitado el crecimiento económico. Al mismo tiempo, la política monetaria ha mantenido tasas de interés reales altas para atraer capital externo.

La pandemia SARS-CoV-2 agudizó la dependencia financiera de los países en desarrollo. La necesidad de inyectar liquidez para contrarrestar los efectos de la paralización económica durante la crisis sanitaria fue especialmente compleja en América Latina (Pérez Caldentey, 2023). El endeudamiento externo, principal fuente de financiamiento, no se ha traducido en un aumento de la inversión, cuya tasa de crecimiento cayó significativamente entre 2010 y 2019 (Pérez Caldentey, 2023).

El análisis de este trabajo se apoya en series estadísticas y la construcción de indicadores clave, como la tasa de crecimiento del PIB, inflación, desempleo, pobreza, exportaciones e importaciones, entre otros. Asimismo, se observó que los shocks externos, como la crisis financiera de Estados Unidos, afectaron de manera particular a las economías periféricas. Para evaluar estos impactos, se construyó una matriz comparativa que permite visualizar cómo cada país respondió a los mismos eventos exógenos a lo largo de 20 años.

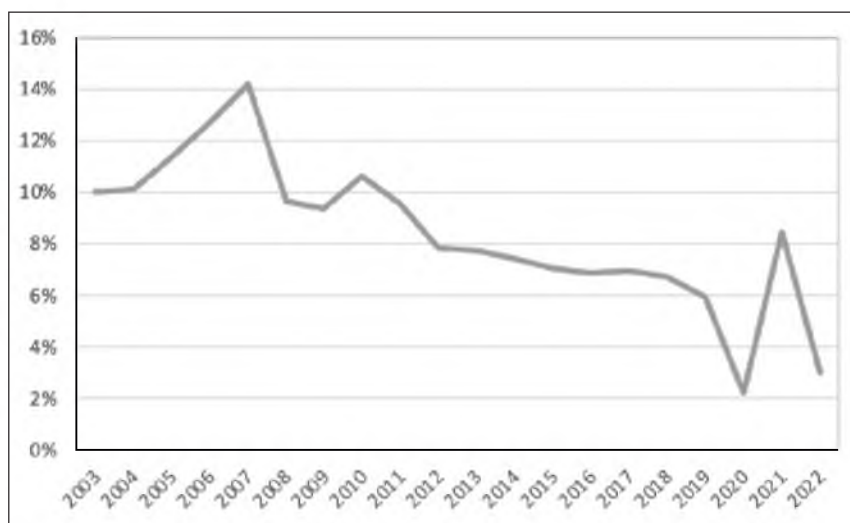
III. MARCO GENERAL SOBRE LOS FLUJOS DE CAPITALES. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO DE AMÉRICA LATINA ENTRE 2003-2022

Para comenzar a delinear las características del proceso de integración financiera de los países emergentes³ en las últimas décadas, señalamos que en el lapso de 14 años (2000 a 2014) el nivel de los ingresos de capitales que recibieron pasó de USD 200.000 MM a USD 1.100.000 MM. Este cambio no estuvo exento de vaivenes y afectó el crecimiento de los activos y pasivos externos de las economías de estos países entre un 15 y un 12,5% (Kaltenbrunner y Panceira, 2018). Existe una marcada desigualdad en las capacidades de integración de los países emergentes en el proceso de financiarización mundial, dentro de los que se movilizan los grandes capitales internacionales. Esto obedece al poder que se ejerce desde los dos grandes centros financieros: Londres y Nueva York. El proceso iniciado en estas ciudades en 1980 fue central para que las relaciones de poder asimétrico se hayan balanceado a su favor, sin que medie aún un contrapeso equivalente (Kaltenbrunner y Panceira., 2018).

3 País emergente es aquel que se encuentra en un camino de transición. Supera la etapa de subdesarrollo y cuenta con cierto nivel de industria y buena disponibilidad de recursos naturales.

En apariencia, estos capitales permiten relajar la restricción externa de las economías periféricas, en función de la acumulación de reservas internacionales que de ella se deriva. No obstante, implican en la práctica ciertos riesgos sistémicos de no mediar un control apropiado. Los hechos estilizados demuestran que en América Latina el flujo de ingreso de capitales, en primera instancia, plantea a las autoridades monetarias un dilema no indiferente, dada la magnitud de los fondos ingresados con relación a la dimensión de los mercados financieros propios. A efectos de disminuir las presiones derivadas en el tipo de cambio (tiende a apreciarse) y los valores de distintos activos financieros, se procedió a la “esterilización monetaria”⁴ evitando que la liquidez llegue al mercado y genere presiones inflacionarias.

Gráfico 1. China - Producto Bruto Interno (var. anual)



Fuente: Banco Mundial

El flujo inicial de divisas que experimentó la región en los primeros años, previo a la crisis de 2007, está sustentado en una combinación de una muy buena performance de las exportaciones por aumento de precios internacionales de las principales materias primas, dentro del sostenido crecimiento de la demanda China. Si bien claramente la región está compuesta por perfil de países muy disímiles entre sí, las economías en promedio crecieron a una tasa superior al 4%.

Para tomar una dimensión del ritmo de crecimiento del producto bruto interno de China, a efectos de entender no solo su magnitud, sino también el cambio que evidencia a partir de 2008 con la crisis financiera. Siendo uno de los principales socios comerciales de los países de la región, ha incidido de manera significativa en las exportaciones de América Latina.

La acumulación de reservas internacionales, por otra parte, cumple una función de resguardo ante la posibilidad siempre latente de fuertes movimientos de salida de capitales. Ante un evento disruptivo en las economías centrales, o bien por cambios en la política monetaria de la reserva federal (FED), se genera

⁴ Se entiende por esterilización monetaria a la compra de divisas extranjeras por parte del banco central que se compensa con la venta de títulos (letras/bonos) para mantener inalterada la base monetaria. No es completamente inocua, toda vez que, por ejemplo, hay que pagar una tasa de interés determinada por los títulos que se emiten, pasivos remunerados. La idea subyacente es evitar que la moneda nacional que vende el Banco Central ingrese a la economía real interna, incidiendo sobre el nivel de precios.

una reversión de los flujos de capitales internacionales, que buscan refugio en inversiones menos rentables pero más seguras (“flight to quality”⁵). Esto se vio demostrado en las distintas etapas que componen el período bajo análisis. En particular, luego de la gran crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos durante 2007–2008, la reserva federal (FED), entre varias medidas, implementó una política de reducción de tasas de interés casi a 0 (cero) para inyectar liquidez en los mercados financieros, dada la magnitud de la crisis y la quiebra de grandes bancos.

Gráfico 2. Estados Unidos - Tasa de Interés de los fondos federales



Fuente: Reserva Federal

En el Gráfico 2 se observan con claridad los períodos mencionados. En 2014 comienzan a retirarse los estímulos por parte de la FED, con mayor intensidad contractiva a partir de 2016. En palabras de Bortz (2018): “*Los movimientos de capitales además de estar parcialmente explicados por el movimiento en el precio de los productos básicos [...] parecen seguir las percepciones globales de riesgo y las expectativas respecto de la política monetaria estadounidense*” (p. 304).

La industria bancaria de la región, entre los años 2012 a 2017, fue el mercado bancario de más rápido crecimiento, como señalan Caldentey y Vernengo: “Durante este período, los ingresos bancarios antes del costo del riesgo crecieron a una tasa de crecimiento anual compuesta del 11,7 por ciento, superando a todas las diferentes regiones del mundo y el promedio mundial en aproximadamente 6 puntos porcentuales” (Caldentey y Vernengo, 2021, p. 500). Se evidencia, además, una creciente debilidad en el frente cambiario, dado el incremento de los pasivos externos del sector privado nominados en moneda extranjera. El impacto en la financiarización de un mayor número de agentes, también, provocó que corporaciones no financieras de los países de América Latina aplicaran la misma lógica que los inversores internacionales. Aquellas tomaron deuda en dólares en el exterior para reinvertir en moneda nacional aprovechando el diferencial de tasas de interés⁶ y los períodos de apreciación cambiaria: “*carry trade*”.

5 Para una profundización en este tipo de fenómenos ver: <https://www.nasdaq.com/glossary/f/flight-to-quality>.

6 Es importante destacar que cuando nos referimos al diferencial de tasas positivo, es aquella tasa de interés doméstica (i) que resulta mayor a la sumatoria (Σ) de la tasa de interés internacional (i^*); el riesgo de la inversión (R), en este caso el riesgo país y el tipo de cambio esperado (TC). $i > i^* + R + TC\%$.

Dada la jerarquización del sistema monetario internacional, se potencia la subordinación ya existente entre centro y periferia, toda vez que se hace extensivo al ámbito financiero la tradicional brecha del desarrollo alcanzado por el conjunto de países de aquel, en el ámbito de la economía tangible. La mayor liquidez de las monedas de más alta jerarquía (el dólar, el euro) genera que los países subdesarrollados que reciben los flujos de fondos transfronterizos deban elevar la tasa de interés doméstica y mantener estable el tipo de cambio.⁷

La mayor disponibilidad de divisas, derivada de la apertura de la cuenta capital y financiera, desde el punto de vista teórico tradicional era considerada positiva “para incrementar el financiamiento externo, mejorar la asignación de recursos, aumentar los ahorros y canalizarlos hacia inversiones más productivas” (Bortz., 2018, p. 298). Siguiendo el trabajo de Diego Bastourre y Nicolás Zeolla (2018), se detallan algunos números para dar cuenta del impacto en la región, tomando a 8 países representativos⁸, a saber:

- Ingreso de capitales financieros: pasó de ser el 1 % del PBI (2006) a ser el 2,2 % en 2013, con un pico de 3,7% en 2010;
- Salida de capitales financieros: pasó de ser el 0,9 % del PBI a ser el 1,7 % en 2013, con un máximo de 2,5 % en 2010.

En el momento inicial, el ingreso de fondos, apalancado en una creciente integración financiera al interior de cada país, fortalece la posición de los balances de la banca privada generando una oferta de crédito más bien destinada a financiar a los hogares o sectores no transables de la economía; ninguna de ellas generadora neta de divisas. Particularmente, en América Latina se observa que la construcción y el mismo sector financiero fueron los más favorecidos en la etapa de auge. El encarecimiento de la tasa de interés doméstica penalizó el costo de financiamiento interno de la industria manufacturera local, desplazando recursos (empleo e inversión) hacia sectores menos dinamizadores de la actividad, exacerbando el carácter primario de la actividad principal de los países de la región, en tanto “naturales” proveedores mundiales de materias primas.

Los términos de intercambio vigentes podrán dotar de mayor robustez a algún período puntual, dado el mayor poder de compra de las exportaciones. En términos generales, durante el período bajo estudio, la región contó con una revalorización de su oferta exportable, como se observa a continuación en el Gráfico 3:

Gráfico 3. América Latina – Evolución de los términos de intercambio



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)

⁷ La presión, sin intervención, es hacia la apreciación del mismo, lo que incrementa el retorno de los inversionistas.

⁸ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

A partir de la crisis de 2007-2008 se inicia un proceso tendiente a incrementar los controles sobre la cuenta capital en América Latina. Hasta 2006, la región, que venía en un proceso de marcada desregulación, revierte el perfil tanto para el ingreso como el egreso de capitales. El objetivo buscado, con su implementación, fue el dotar de mayor estabilidad cambiaria, evitando los bruscos movimientos que generan procesos de apreciación y depreciación de la moneda nacional.

El resultado fiscal de la región ha mejorado sustancialmente, sobre todo en el período 2003-2013, particularmente influenciado por un notable desempeño de la cuenta corriente. La mejora de los términos de intercambio permitió generar “hacia el año 2007 un superávit promedio superior a dos puntos del PBI, que se destinó a reducir la deuda pública y a acumular activos financieros (reservas)” (López Acotto et al., 2016).

El perfil procíclico de la estructura impositiva de la región, con una alta participación de impuestos indirectos hace que se recaude más en la etapa de auge y viceversa. En promedio, este mayor ingreso tuvo como corolario, por decisión política, que se redujera la deuda pública como % del PBI hasta niveles cercanos al 30 % en 2010 (en 1990 era el 80 %) y, a su vez, se verificó un cambio en la composición de deuda externa e interna, reduciéndose la primera hasta prácticamente la mitad (en 1990 era casi el 100 %) (López Acotto et al., 2016).

Desde 2012 hasta 2019, el resultado primario de la región se ubicó entre $-0,2$ y -1 %⁹. Se observó un creciente peso del déficit global por impacto del pago de los intereses de la deuda pública. Previo a la pandemia, ante la persistencia de la desaceleración de la demanda agregada interna y sobre la base de niveles de inflación en descenso, se implementaron políticas monetarias y fiscales expansivas. Esto fue particularmente observable en aquellas economías que adoptaron el régimen de metas de inflación. A pesar de ello, el margen de maniobra estaba condicionado al mantenimiento de los flujos de capital de corto plazo.

IV. EVOLUCIÓN DE LOS CASOS PARTICULARES BAJO ESTUDIO

IV.1 Argentina

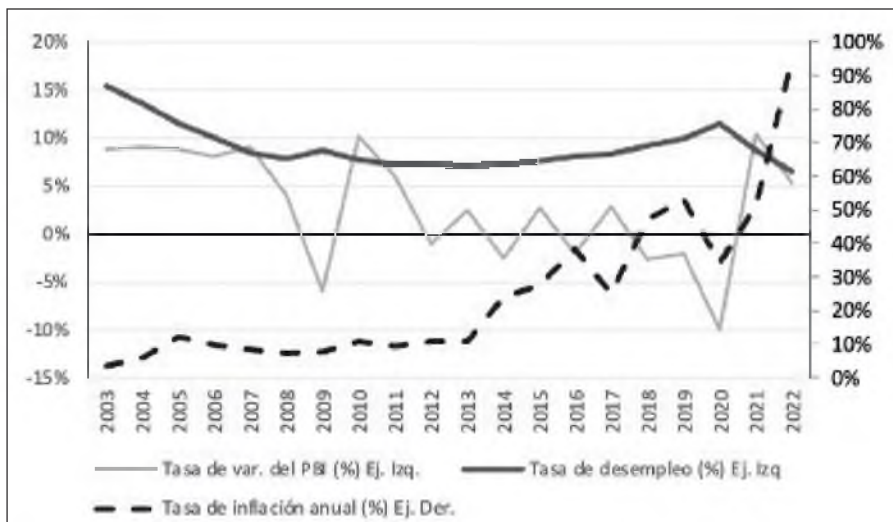
Para establecer un primer acercamiento al caso argentino, vale la mención del contexto imperante al inicio de la serie. El país se encontraba en un período de reconstrucción democrática, luego de la muy traumática salida del “experimento” que significó adoptar un régimen de convertibilidad (Pérez Caldentey y Vernengo, 2008). Se detallan a continuación el estado de los siguientes indicadores¹⁰: la tasa de variación del PBI arrastraba una serie de 4 años consecutivos de fuerte caída: $-3,4$ %; $-0,8$ %; $-4,4$ % y $-10,9$ %; la variación anual del IPC es en 2002: $10,7$ %; el desempleo en el cuarto trimestre de 2002 es del $17,8$ % y la pobreza en el segundo semestre de 2002, del $62,4$ %.

El Gráfico 4 nos permite identificar una primera etapa de muy fuerte crecimiento hasta el año 2010, con variaciones anuales del PBI entre 8 y 10 %, solo interrumpida en 2009 por la propagación de la gran crisis financiera mundial originada en Estados Unidos relacionada con la burbuja inmobiliaria de las hipotecas *subprime*.

9 Se toman en cuenta 16 países, ver informe CEPAL de 2019, p. 83, <https://www.cepal.org/es/publicaciones/45000-balance-preliminar-economias-america-latina-caribe-2019>.

10 Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gráfico 4. Argentina – Producto Bruto Interno (Var. Anual), Tasa de Desempleo (%) e Índice de Precios al Consumidor (%)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

Este crecimiento sostenido permite incorporar mano de obra desempleada, para llevar la desocupación hasta un nivel de 7,18 % en 2011. La crisis internacional arrastró a la baja los precios de los *commodities*, entre varios de sus efectos. Por ejemplo, el precio de la soja, principal producto de exportación argentina, cotizó en el mercado de futuros de Chicago a USD 602 por tonelada en Junio de 2008, mientras que para Diciembre de ese mismo año su precio fue de 290 USD/tn (una caída del 53,2 %).¹¹

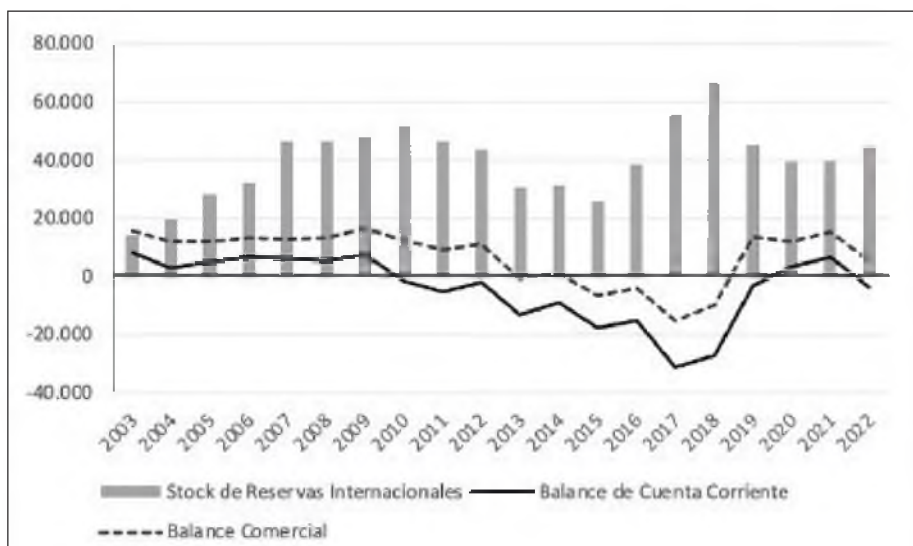
A partir de 2011, el ciclo económico local llega a una etapa de “*stop and go*”¹²; afectando la creación de nuevos puestos de trabajo y generando presiones inflacionarias.

Hasta 2010, se acumulan reservas internacionales que relajan la restricción externa, permitiendo mantener un nivel de importaciones que harán sustentable el crecimiento del empleo, lograrán una reducción muy significativa de la pobreza (desde casi 57 % hasta 26% en 2011), consolidarán un nivel de inflación controlada en un rango inferior al 10 % anual y estabilidad cambiaria, en conjunto con políticas monetarias y fiscales expansivas.

11 <https://www.bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/informativo-semanal/noticias-informativo-semanal/con-precios-de>

12 <https://www.argentina.gob.ar/economia/sello-manuel-belgrano/el-pensamiento-economico-de-marcelo-diamand-0>

Gráfico 5. Argentina – Situación externa: Evolución de las principales variables (en MM USD)



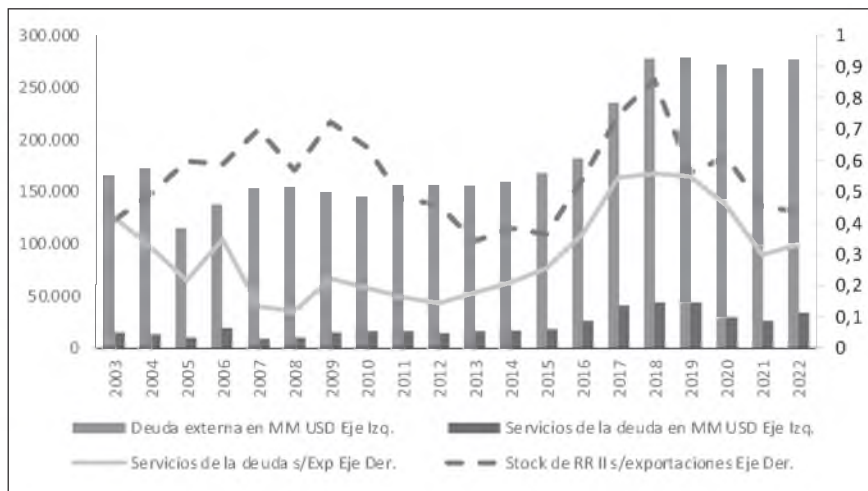
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

El proceso de acumulación de reservas internacionales comienza a revertirse. En 2011, la cuenta corriente se vuelve deficitaria y en 2015 lo será también la cuenta comercial. Sin acceso a financiamiento, el faltante de divisas se potencia, exacerbándose a partir de 2011 el conflicto distributivo que se manifestó en devaluaciones, inflación, estancamiento y retroceso de la actividad, con un natural aumento del desempleo.

La política fiscal mostró un perfil expansivo, con relación al impulso que supuso incrementos regulares de las erogaciones en moneda constante hasta 2014. Si bien desde el punto de vista del resultado superavitario de 2003–2007, y dentro del marco teórico del NCM, estaríamos ante la presencia de políticas fiscales contractivas. No obstante, como bien señala Amico (2013), “es erróneo juzgar la política fiscal por el resultado fiscal del gobierno”, para luego agregar que la implementación de retenciones a las exportaciones de maíz, soja, trigo, aceites, petróleo, entre otros, incrementaron la propensión a tributar del país: hasta 2009 promedió un 2,5 % del producto bruto interno.

En 2016, se busca conseguir divisas por vía del financiamiento internacional. El stock de deuda externa, que se había mantenido relativamente estable hasta el 2015, promediando USD 152.578 MM, crece rápidamente alcanzando en 2019 USD 278.489 MM (+ 82,5 %). Una parte financiará el gran déficit de cuenta corriente y otra incrementará el stock de RR II (solo brevemente hacia 2018). Por lo tanto, cobrarán mucho peso los pagos de servicios de deuda, tanto en valores absolutos como relativos a las exportaciones.

Gráfico 6. Argentina – Dimensiones de la Deuda Externa

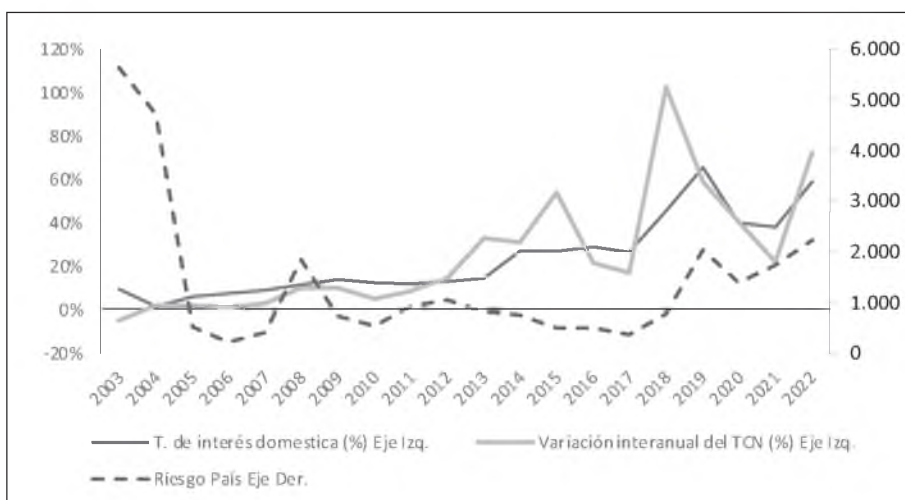


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

La mejora en la cuenta corriente a partir de 2019 es producto de una fuerte caída de la actividad en 2018, que lleva a una reducción de las importaciones del 23 % en 2019 y del 21 % en 2020.

Integralmente, a partir de 2016 se da un cambio de tendencia en las políticas implementadas, que no son suficientes para retomar crecimiento y tornan mucho más endeble la posición externa del país, en función de que se incrementa la deuda nominada en moneda extranjera. Se acentúan la tendencia inflacionaria, las devaluaciones discretas del tipo de cambio y la caída de la actividad.

Gráfico 7. Argentina – Tipo de Cambio Nominal (Var. Interanual), Tasa de Interés Doméstica (%) y Riesgo País

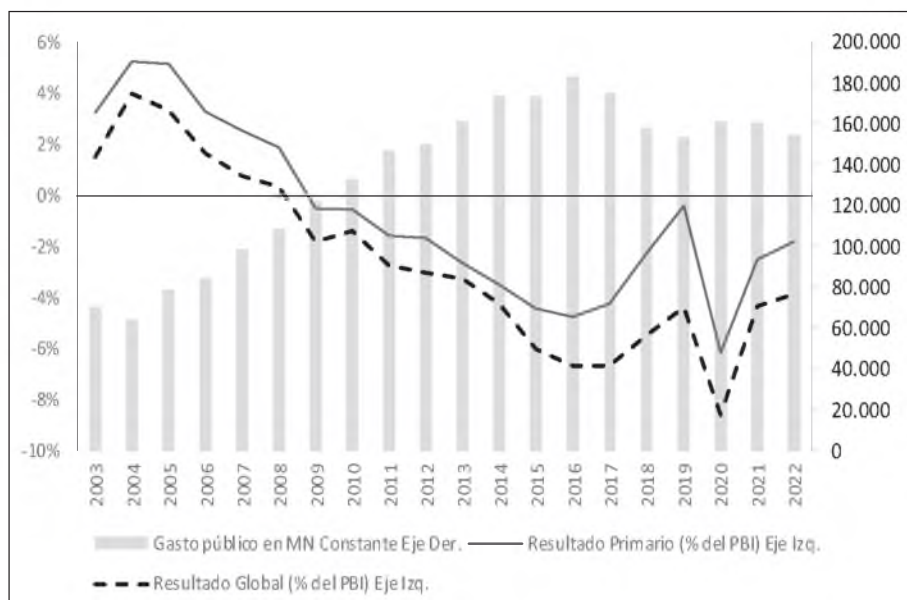


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Banco del Perú y
Ámbito Financiero

Las devaluaciones fuertes serán una constante en el gobierno (2015–2019), a excepción de un período de “pax cambiaria” de 2017, sostenido en base al fuerte ingreso de fondos para realizar *carry trade* con las letras de corto plazo del Banco Central (Lebac). El año 2018 tendrá una devaluación del 102,5 % y 2019 del 59,2 %, en el marco de la salida de los fondos de capitales mencionados, principalmente como consecuencia de la suba de los tipos de interés de la FED.

La tasa de interés doméstica, que ya había experimentado un cambio de nivel a partir de 2014, sube con fuerza a partir de 2017 por dos motivos: i) para generar incentivos al ingreso de flujos de fondos internacionales que se utilizan para incrementar el stock de RRII y ii) en 2019, como un intento de controlar la expansión de dinero.

Gráfico 8. Argentina – Evolución del Gasto Público y Resultado Fiscal



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

En el Gráfico 8 se observa que a partir de 2015 el gasto fiscal se reduce considerablemente en moneda constante, mostrando un perfil contractivo, que, “paradójicamente” de acuerdo con la teoría convencional, genera persistentes déficits fiscales. No está de más recordar el efecto Olivera-Tanzi¹³ y como afecta más rápidamente a los ingresos que a los egresos públicos, en contextos de alta inflación. Por su parte, la tasa de interés sube, pero la inflación la supera en 5 de los 8 años restantes, por lo cual no dejará de ser expansivo, en el promedio.

La llegada de la pandemia exacerba el déficit fiscal, pero es consecuencia de la asistencia social que tiene que realizar el gobierno para sostener un mínimo de ingresos para trabajadores y empresas, ante el freno total que sintió la economía en su conjunto. El Producto Bruto Interno se recupera a partir de 2021 y también baja el desempleo, no obstante, la creciente presión inflacionaria erosiona los ingresos y casi 4 de cada 10 argentinos se encuentra bajo la línea de la pobreza para 2022.

13 <https://prospect.com/2016/01/12/reconocimiento-tacito-del-gobierno-de-un-estallido-inflacionario-el-efecto-olivera-tanz>

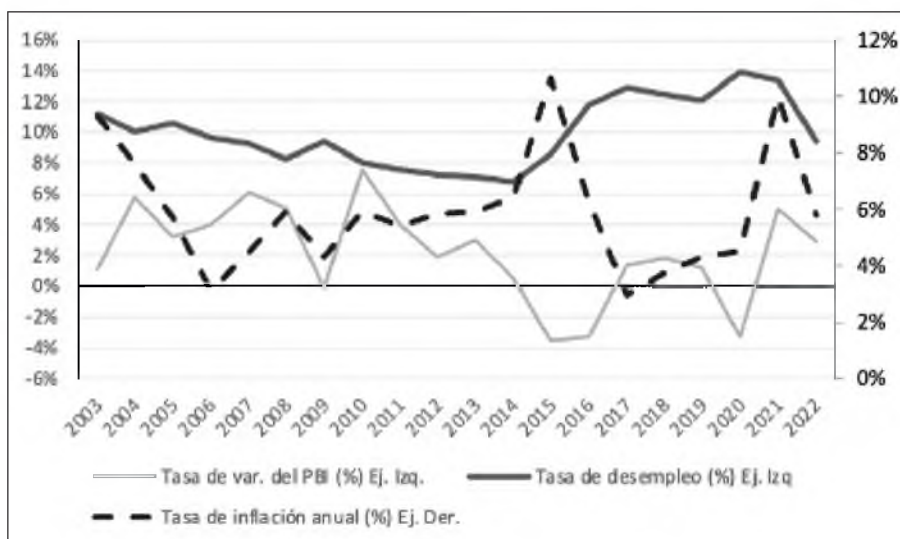
IV.2 Brasil

Para dar inicio al análisis, mencionaremos que la principal economía de América del Sur cerró el año 2002 con un incumplimiento de sus metas de inflación, un leve crecimiento del producto bruto interno, en el marco de un año signado por las elecciones presidenciales cuyo resultado fue el acceso a la presidencia del líder del Partido de los Trabajadores, Luiz Inácio Lula da Silva. Se detallan algunos indicadores de 2002: la tasa de variación del PBI es de 3,1 %; la variación anual del IPC, del 12,5 %; el desempleo, 10,6 % y la pobreza en el tercer trimestre, de 37,8 %

La tendencia positiva de la evolución del PBI hasta el 2010 es creciente, llegando ese año a 7,5 p.p.¹⁴. En paralelo, logra estabilizar la inflación hasta un máximo de 6 % de variación anual y disminuir el desempleo a 8 %. En particular esta variable seguirá mejorando hasta el 2014, cuando perfora el 7%.

Este crecimiento virtuoso¹⁵ se explica por dos componentes de la demanda autónoma: exportaciones (un período de superávit comercial primero y de cuenta corriente después) y por el sostenimiento de políticas fiscales que mantienen una variación anual positiva en términos reales.

Gráfico 9. Brasil – Producto Bruto Interno (Var. Anual), Tasa de Desempleo (%) e Índice de Precios al Consumidor (%)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

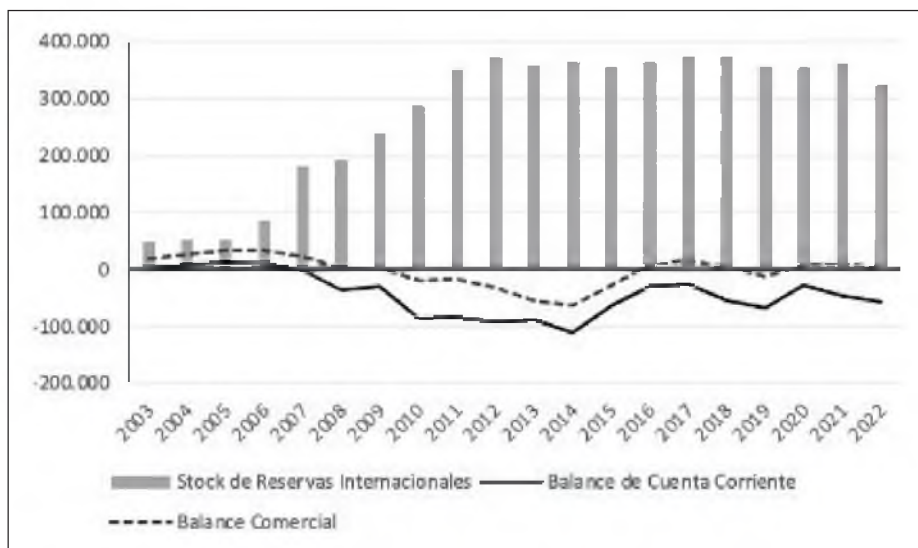
El sistema de metas de inflación y responsabilidad fiscal adoptadas por las autoridades acompañó muy eficazmente este período de mejora de los términos de intercambio y su consiguiente reflejo en la performance de la cuenta corriente. Atravesado el lógico impacto de la crisis financiera de EUA iniciada en 2007, la economía de Brasil se recupera con fuerza en 2010 para marcar la mayor variación del PBI (7,53 % en 2010), como referimos anteriormente.

14 La abrupta caída relativa en 2009 está relacionada con el impacto de la enorme crisis financiera y económica del período 2008–2009, originada en los Estados Unidos a partir de las hipotecas *subprime* ya mencionadas. No obstante, es importante destacar que el resultado fue casi neutro (-0,13 %).

15 La pobreza se reduce hasta alcanzar un 16,5 % de la población en 2015, habiendo partido de una situación inicial en la que prácticamente 4 de cada 10 habitantes eran pobres.

Dados los objetivos de la política monetaria de controlar la inflación con el sistema mencionado, siempre muestra un perfil más contractivo en términos globales, ya que la tasa de interés real es positiva. Los primeros años se observa, no obstante, una gradual reducción del rendimiento de esa tasa ya que hasta 2008 es en términos reales un 11 %, mientras que desde 2009 a 2015 es del 4 %. En particular, las medidas adoptadas luego de la crisis financiera de 2008–2009 sirvieron para incrementar los agregados monetarios y la expansión del crédito para sostener la fuerte demanda interna.

Gráfico 10. Brasil – Situación externa: Evolución de las principales variables (en MM USD)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

Como se observa en el Gráfico 10, logra establecer un nivel de reservas internacionales (RR II) por encima de los USD 350.000 MM entre 2011 y 2021, sextuplicando sus tenencias. Esto ocurre porque en 2008 comienza un período de creciente endeudamiento externo, que triplica esos pasivos hasta alcanzar un máximo de USD 712.655 MM en 2014. Esta acumulación de reservas no son motor suficiente para mantener el crecimiento. A partir de 2011 comienza un período declinante en términos de los niveles de variación anual, entrando en una fase de recesión entre los años 2014 y 2016, con una contracción de más de 6 p.p.

Dada la importancia de Brasil para la región de América Latina, esto tuvo diversos impactos negativos¹⁶. Cabe mencionar que el contexto en que ocurre es el de una crisis social y política de gran relevancia que culmina con un proceso de *impeachment* y posterior destitución de la presidenta en ejercicio Dilma Rousseff¹⁷, con el argumento de haber manipulado los gastos públicos. La recesión en Brasil coincide con un repunte de las presiones inflacionarias y del desempleo. Consecuentemente, se agrava a partir de ese año la tasa de pobreza, que había mejorado casi sin interrupciones hasta 2015.

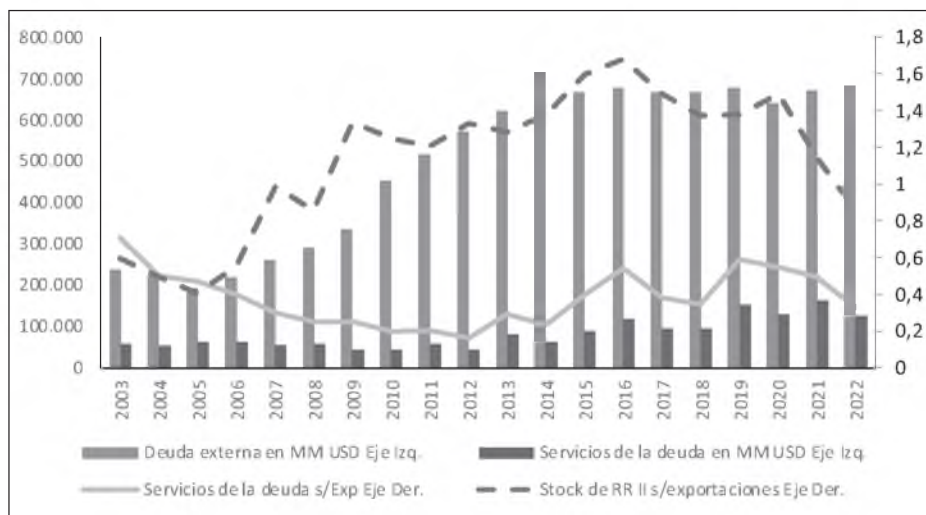
A partir de 2017, la economía vuelve a la senda del crecimiento por 3 años consecutivos, aunque por debajo del 2 % anual. No pueden lograr crear empleo, la cuenta corriente de la BP no deja de ser defici-

16 https://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/03/160303_brasil_causas_del_desplome_economico_gl

17 <https://elpais.com/especiales/2016/crisis-politica-en-brasil/>

taria y si bien cede la inflación, la llegada de la pandemia deteriora de manera muy fuerte la dinámica de precios. Se produce una fuerte contracción de - 3,28 % en 2020 (salvo China todos los países del mundo registraron caída de su PBI en ese año).

Gráfico 11. Brasil – Dimensiones de la Deuda Externa

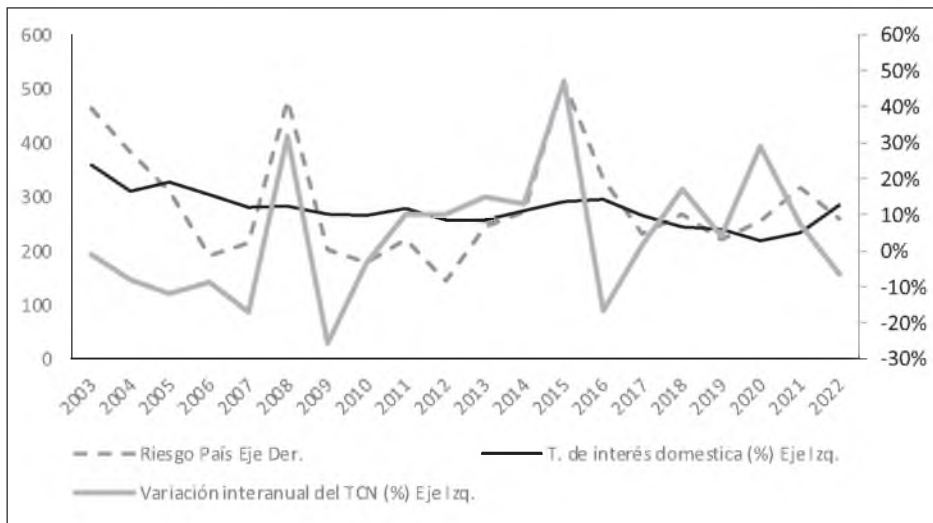


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

A partir de lo que se observa en el Gráfico 11, y retomando lo mencionado en cuanto al crecimiento de la deuda externa, el período puntual de 2010–2014 es el más impactante. Coincide que en esos años ocurren variaciones del tipo de cambio nominal de magnitudes similares (depreciaciones anuales del 10 % aproximadamente) y de la inflación (en torno al 6 %).

La política monetaria fue contractiva hasta 2016, según se desprende de los datos del Gráfico 12, partiendo de mantener en todo momento una tasa de interés real positiva y un diferencial de tasas respecto a la tasa de la FED que hacía muy atractivo el ingreso de capitales.

Gráfico 12. Brasil – Tipo de Cambio Nominal (Var. Interanual), Tasa de Interés Doméstica (%) y Riesgo País



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Banco del Perú y
 Ámbito Financiero

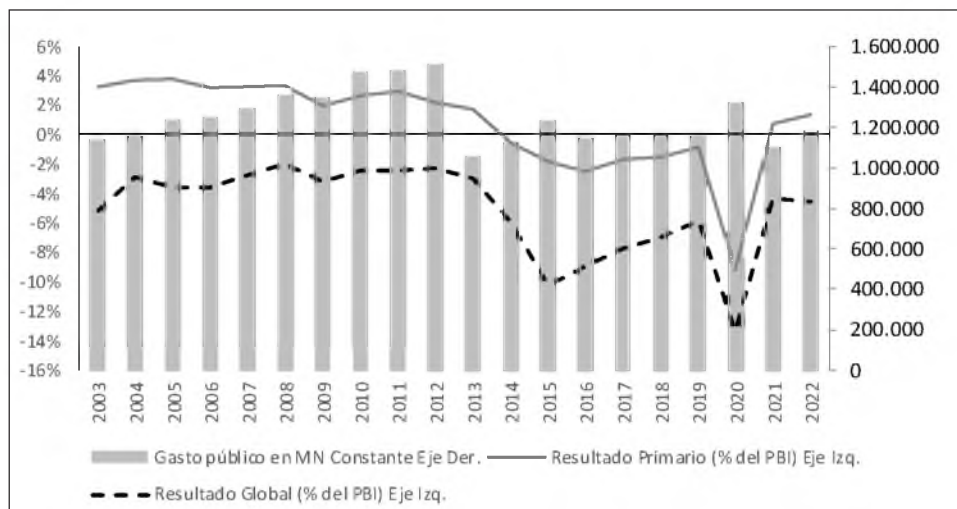
A partir de 2017, luego de los años de estancamiento mencionado, se observa una reducción de la tasa de interés doméstica que la lleva al 6 %, evidenciándose un sesgo más expansivo, que afecta positivamente al ciclo.

El superávit fiscal primario de los primeros 10 años convivió con un déficit secundario de importante magnitud. Visto del lado del peso de los servicios de la deuda pública, en término medio un 5,83 % se lo llevan esas erogaciones. El gasto autónomo del gobierno, en promedio un 25 % del PBI, puede haber sido, vía supermultiplicador¹⁸, uno de los determinantes hasta 2012.¹⁹

¹⁸ Ver referencias en el marco teórico.

¹⁹ Es llamativo el “recorte” del gasto en 2013. Entiendo que parte de las acusaciones a Dilma Rouseff tienen que ver con la lógica de imputación de los gastos fiscales, probablemente allí resida ese corte tan abrupto.

Gráfico 13. Brasil – Evolución del Gasto Público y Resultado Fiscal



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

En resumen, una economía que, con un sostenido crecimiento hasta 2010, mejora rápidamente varios indicadores sociales y económicos (pobreza, desempleo e inflación), producto de la combinación de un impulso fiscal vía aumento persistente del gasto autónomo del gobierno y del ingreso del resto del mundo, expresado este último por un superávit de la balanza comercial. No obstante, en el frente externo se producía un incremento de los pasivos y deuda externa. Esto, que en principio fue funcional a crear por un lado un robusto stock de reservas internacionales, termina generando un deterioro de la cuenta corriente y del déficit global gubernamental.²⁰

IV.3 Colombia

Iniciamos el estudio del caso colombiano dando un panorama de los años inmediatos: tanto en 2001 como 2002 la economía creció, pero a tasas moderadas. Con una alta tasa de desocupación y en el inicio del gobierno de Álvaro Uribe²¹, las autoridades llevaron adelante políticas monetarias expansivas para tratar de dinamizar la actividad y poder mejorar a su vez la performance fiscal (desde la óptica del resultado deficitario). Se detallan a continuación el estado de los siguientes indicadores de 2002²², previos al período analizado: la tasa de variación del PBI es de 2,5 %; la variación anual del IPC, 7,2 %; el desempleo, 17,1 % y la pobreza, 25,2 %.

El desempeño positivo de la tasa de variación del PBI hasta 2015 (sin considerar la lógica desaceleración de 2009, promedia 5 % anual) parece sustentarse en la suma del resultado de la balanza comercial, en el incremento anual del gasto público en términos reales y en una tasa de interés real levemente positiva (hasta 2019 en promedio se ubicó en 1,29 %).

²⁰ El peso absoluto de pagos por los servicios de deuda supera los USD 150.000 MM anuales en el último tramo de la serie (casi la mitad de las exportaciones).

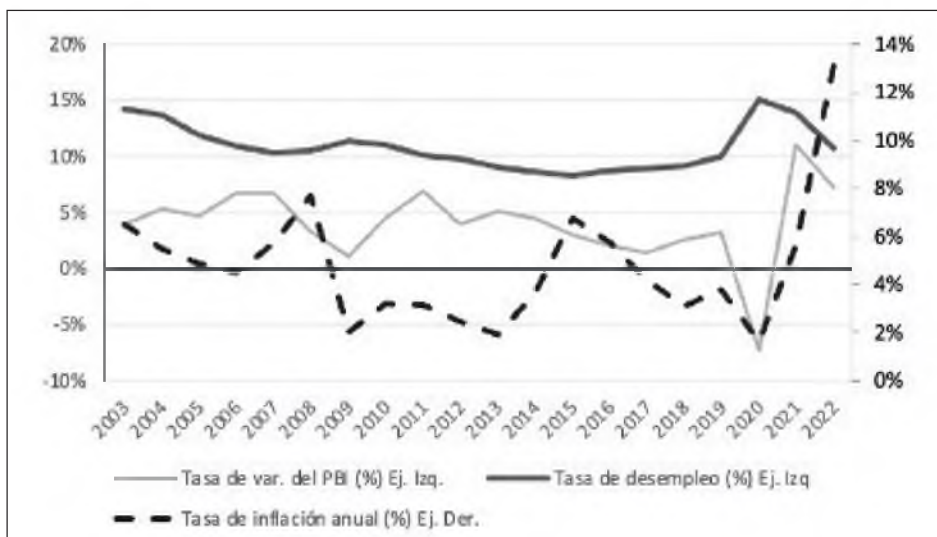
²¹ <https://nuso.org/articulo/el-gobierno-de-alvaro-uribe-proyecto-y-resultados-politicas-estrategias-y-doctrinas/>.

²² Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial (BM).

La performance mencionada permitió incorporar mano de obra que estaba desocupada, reduciendo el desempleo en casi 6 p.p. En estos primeros años hay una decidida intervención del gobierno desde el aspecto fiscal, sosteniendo un déficit fiscal acotado, mejorando la recaudación, pero sin perder el horizonte de incrementar del Plan Nacional de Desarrollo 2006-2010, que apunta a la reducción de la pobreza, descentralización y cuidado del medio ambiente²³.

Juntamente con lo anterior, se agrega que la dinámica del índice de precios del consumidor (IPC) se mantuvo relativamente estable y decididamente a la baja entre 2009 y 2013. Es notorio que se lograra bajar más de 20 p.p. la pobreza.

Gráfico 14. Colombia – Producto Bruto Interno (Var. Anual), Tasa de Desempleo (%) e Índice de Precios al Consumidor (%)

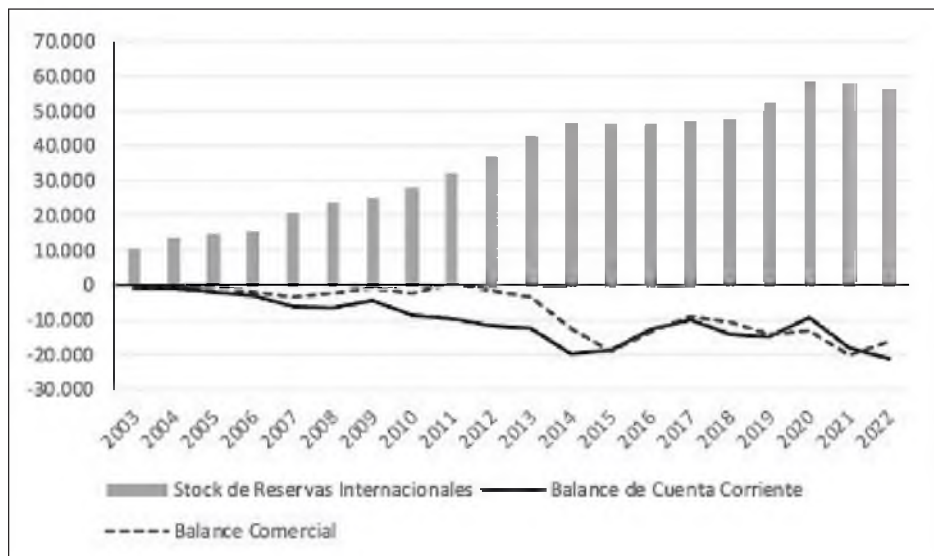


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

El incremento de las reservas internacionales (RR II) por encima de lo que puede generar vía la balanza comercial produce una fuerte apreciación del tipo de cambio, tanto nominal como real efectivo, en torno al 36 y 37 % respectivamente hasta 2012. En cuanto a los primeros años, el incremento de las divisas está relacionado con procesos de privatización e incremento de la inversión extranjera directa (CEPAL, 2006).

23 <https://www.icpcolombia.org/dev/wp-content/uploads/2016/08/2007.05.01-Boleti%CC%81n-65-Plan-Nacional-de-Desarrollo-2006-2010.pdf>

Gráfico 15. Colombia – Situación externa: Evolución de las principales variables (en MM USD)

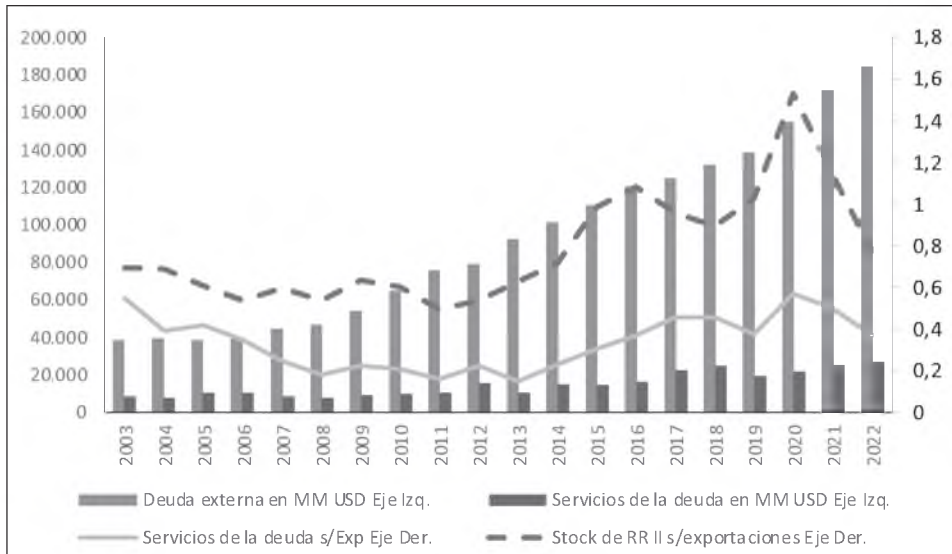


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

Las autoridades del Banco Central dispusieron una serie de medidas: reducción de aranceles de importación y eliminación de deducciones aplicadas al pago de la deuda externa de ciertos sectores (CEPAL, 2010), para contrarrestar los efectos de dicha apreciación. El saldo comercial acumula durante los 20 años un déficit de casi USD 145.000 MM. A pesar de que los términos de intercambio (2018=100) mostraron que el período bajo análisis experimentó una situación de mejora inicial muy importante hasta 2011, a partir de 2014 y 2015 se combina con un fuerte déficit de cuenta corriente, casi exclusivamente originado en la balanza comercial.

La dinámica del endeudamiento externo, cuyos datos se verifican en el Gráfico 16, revela la magnitud de su crecimiento en los 20 años: aproximadamente USD 145.998 MM, monto absoluto, pero de signo opuesto al déficit de cuenta comercial. El peso de los servicios de la deuda es creciente y supera los USD 25.000 MM por año en 2021. Una cuestión para considerar es que desde 2017 representan aproximadamente la mitad de las exportaciones. Los pasivos externos pasan de moverse oscilando entre 6000 y 10.000 MM (hasta 2011), a otro nivel con movimientos entre 11.000 y 17.000 MM, un 70 % más.

Gráfico 16. Colombia– Dimensiones de la Deuda Externa



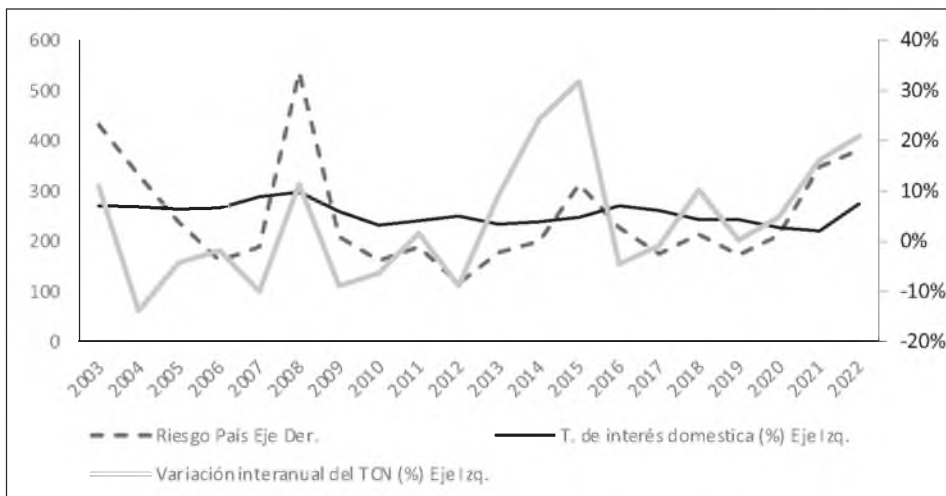
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

El manejo de la política económica, en el aspecto monetario, fue clave ya que, si bien mantuvo en 18 de los 20 años tasas de interés reales positivas, tuvo un promedio muy bajo logrando un equilibrio para no encarecer el crédito local²⁴. En conjunto con un riesgo país bajo, se generaron las condiciones para que se realizaran importantes ingresos a través de fondos internacionales.

Durante los primeros años establecieron las condiciones con la finalidad de generar tasas de interés para créditos hipotecarios y para la construcción. Esta política expansiva dinamizó la actividad y permitió mantener una buena performance en término de consumo de bienes durables.

24 Inclusive apostó a líneas subsidiadas para vivienda nueva, a efectos de estimular el sector de la construcción <https://repositorio.uniandes.edu.co/server/api/core/bitstreams/48893c08-9d86-44fc-8c65-8b1e99e93b89/content>.

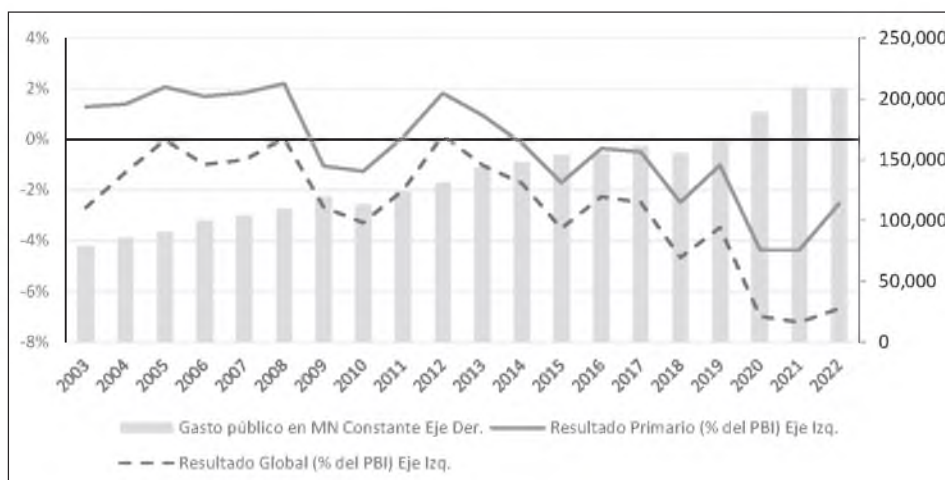
Gráfico 17. Colombia – Tipo de Cambio Nominal (Var. Interanual). Tasa de Interés Doméstica (%) y Riesgo País



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Banco del Perú y
Ámbito Financiero

En el aspecto de las políticas fiscales, si bien se observa una tendencia creciente del gasto, subyace una tendencia a asegurar un comportamiento de primario superavitario que se “quiebra” a partir de 2014. La baja de la actividad puede haber afectado más rápidamente la recaudación y el nivel de gastos se ajustó con rezago (2016/2017).

Gráfico 18. Colombia – Evolución del Gasto Público y Resultado Fiscal



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

En resumen, podemos observar una economía sólida para soportar los shocks externos, de rápida recuperación ante eventos disruptivos (crisis de las hipotecas en Estados Unidos y pandemia) con propensión a políticas que fueron combinando momentos expansivos en lo fiscal (particularmente hasta 2013) y otros contractivos cuando las presiones inflacionarias aparecen. En conjunto con un régimen de metas de inflación, combina tasas de interés reales positivas con algunos subsidios específico apuntando al sector de la construcción.

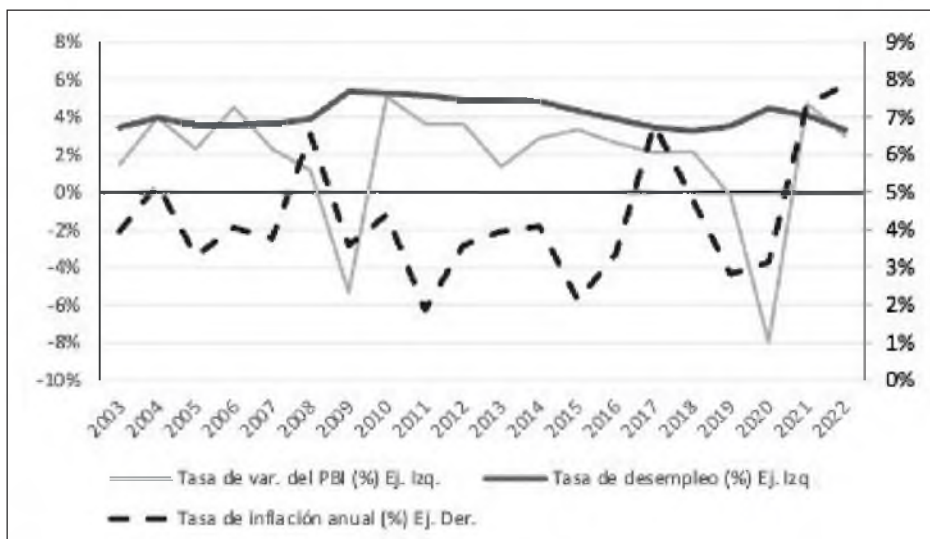
El frente externo muestra que la dependencia del endeudamiento externo está provocando un mayor peso de los servicios de deuda, comprometiendo cerca de la mitad de las exportaciones. De tal manera, toda vez que el valor de éstas esté supeditado a precios más volátiles, al estar compuesto principalmente de materias primas,²⁵ existe un riesgo no indistinto. Si bien recién el último año (2022) se observa una caída en las reservas internacionales de mayor relevancia.

IV.4 México

La economía mexicana, altamente dependiente de los Estados Unidos, experimentó un muy lento crecimiento al inicio del siglo XXI, que impactó negativamente en su PBI per cápita. Se detallan a continuación el estado de los siguientes indicadores de 2002,²⁶ previos al período analizado: la tasa de variación del PBI es de 0,2 %; la variación anual del IPC, de 5,7 %; el desempleo, 3 % y la pobreza, 38,9 %.

Al observar el Gráfico 19 podemos apreciar un primer elemento distintivo de una de las principales economías de América Latina: las tasas de crecimiento, a excepción de las caídas pronunciadas que tuvo en el marco en las dos grandes crisis mencionadas (financiera por las hipotecas subprime y pandemia SARS-CoV-2), oscilan en un rango del 2 al 5 %, que marcan una mejora sustancial respecto del resultado en 2002.

Gráfico 19. México – Producto Bruto Interno (Var. Anual), Tasa de Desempleo (%) e Índice de Precios al Consumidor (%)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

25 Ver anexo. Colombia es fuertemente dependiente del precio del petróleo.

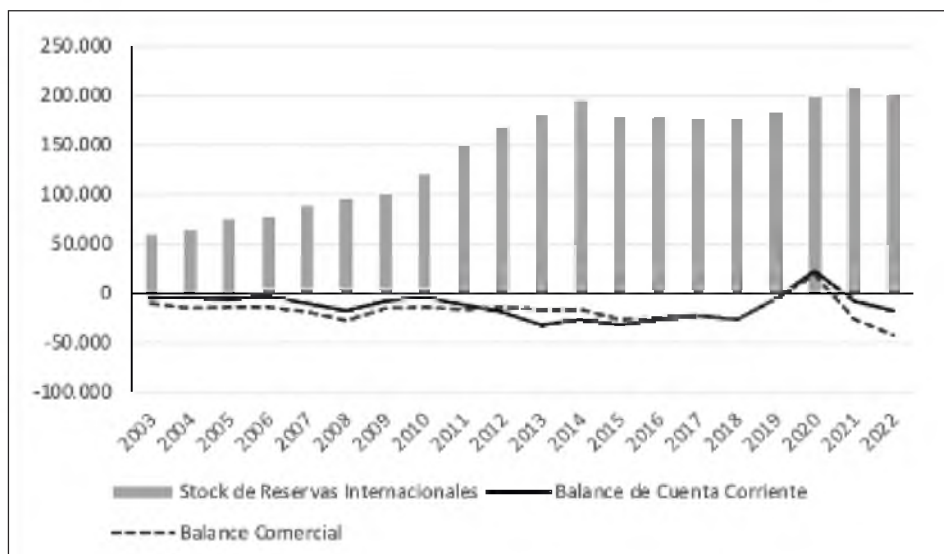
26 Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial (BM).

Otro hecho singular es la “convivencia” de altas tasas de pobreza²⁷ con bajo desempleo (este nunca supera el 6 %), por lo cual estaríamos ante una economía en la que, estructuralmente, predominan salarios bajos, dado que la evolución del índice de precios al consumidor (IPC) no pareciera generar graves impactos en ese aspecto.

Gran parte de las exportaciones son producto de realizar una maquila sobre materias primas e insumo previamente importados de su principal socio comercial y país limítrofe, Estados Unidos. Ello, en conjunto con una mayor integración internacional tanto comercial como financiera, no ha redundado en un incremento de la productividad ni transferencia tecnológica que sirva para aumentar las capacidades propias del país. Por el contrario, “todas las iniciativas de la economía mexicana para integrarse en el TLCAN condujeron a la desnacionalización de la economía, pues la transferencia de tecnología e instalaciones de investigación y desarrollo de las empresas multinacionales a México fue muy escasa” (Feijo et al., 2021, p. 14).

Se advierte en el Gráfico 20 que no hay relación directa entre el incremento de las reservas internacionales (RR II) y la evolución del resultado de la cuenta corriente. Las reservas crecen de manera desvinculada del comercio de bienes y servicios, sobre todo entre 2007 y 2014. Adicionalmente, a diferencia de los anteriores países, la cuenta corriente tiene un menor déficit que la comercial hasta 2011. No obstante, en definitiva, presenta un déficit y lo financia con la cuenta capital y financiera.

Gráfico 20. México – Situación externa: Evolución de las principales variables (en MM USD)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

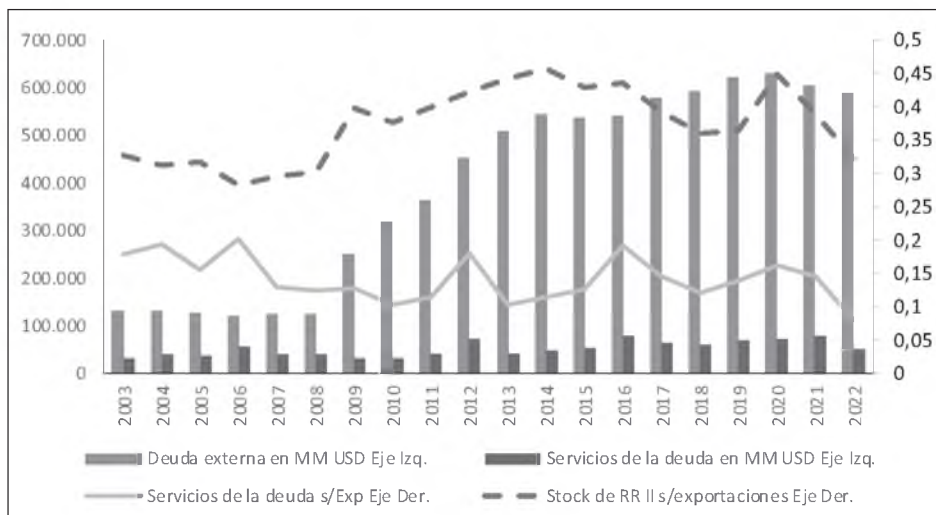
Una cuestión que es importante destacar es el impacto que dentro de la BP tiene la transferencia personal desde el exterior, que promedia en toda la serie unos USD 28,430 MM,²⁸ pasando de ser un poco más de USD 15,138 MM en 2003 a 58,510 en 2022 (crecimiento del 286,5 %). Los residentes en el extranjero están principalmente ubicados en Estados Unidos, por lo cual este valor es muy dependiente de lo que ocurra en el mercado de trabajo de esa potencia.

²⁷ Nunca logra perforar el 35 %, oscilando entre ese valor y 45 %.

²⁸ Como referencia, este rubro de la BP representa, en el caso mexicano, entre un 5 y un 10 % de las exportaciones anuales.

La expansión de liquidez mundial a tasa 0 que realizaron la FED y el Banco Central Europeo, la estabilidad cambiaria del período 2009-2013 (prácticamente se mantuvo sin variaciones el tipo de cambio nominal) y el relativamente bajo riesgo país propiciaron el ingreso de fondos internacionales a través de la cuenta capital y financiera. De esta manera se financió el déficit de cuenta corriente y se consolidó una posición de reservas internacionales que en 2014 casi cuadruplicó las de inicio de la serie.

Gráfico 21. México – Dimensiones de la Deuda Externa

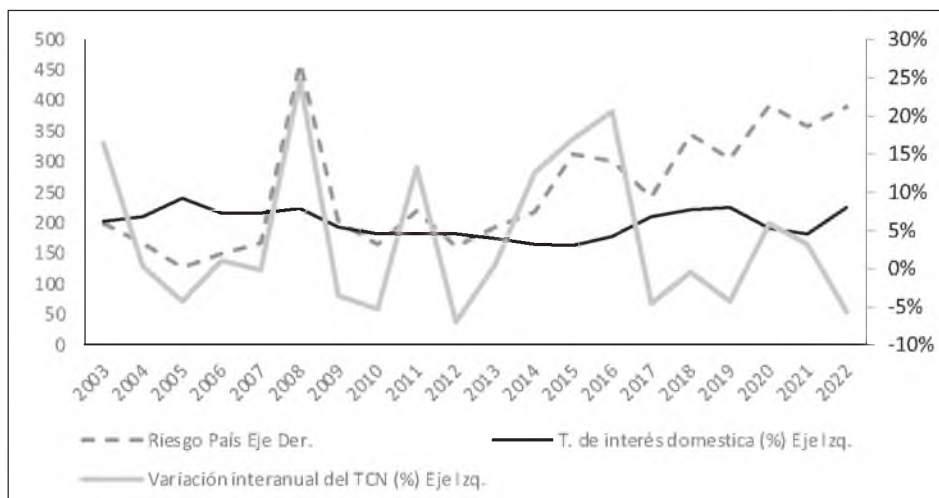


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

A pesar de sus efectos contractivos, y en paralelo a una reducción aproximada de un 10 % del stock de reservas internacionales (USD -18.085 MM) en 2015, se producen en el trienio 2014-2016 devaluaciones del tipo de cambio nominal de dos dígitos (entre el 12 y 21 % anual).

La política de tasa de interés no es expansiva y procura sostener una tasa de interés real para los inversores financieros. Cuando la tasa de interés de los bonos del tesoro norteamericana sube, ajusta al alza para mantener el diferencial y a la inversa. Por etapas, ese diferencial se muestra ampliado, ya que la velocidad de ajuste es a favor de una mayor ventana de oportunidad para el “*carry trade*”.

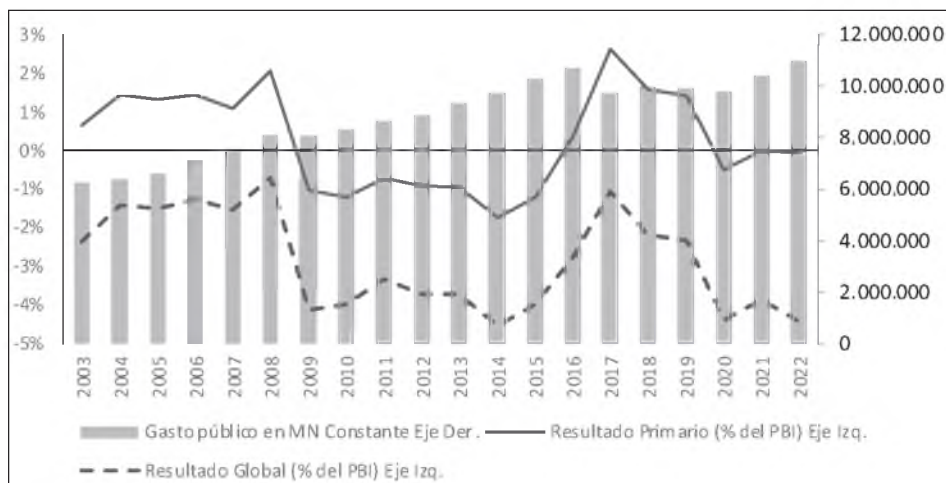
Gráfico 22. México – Tipo de Cambio Nominal (Var. Interanual), Tasa de Interés Doméstica (%) y Riesgo País



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Banco del Perú y
Ámbito Financiero

La política fiscal, de acuerdo con el Gráfico 23, se mostró en sus dos facetas: contractiva (2003–2007 y 2017–2020) y expansiva (2008–2016), con los resultados *ex post* que combinaron con cierto rezago en situaciones de superávit y déficit. Los ingresos fiscales son muy dependientes de los que obtiene el país con relación a la actividad petrolera, para la cual se llevó a cabo una reforma fiscal específica para la explotación de ese sector.²⁹ La participación del gasto público en el producto cambia el nivel y pasa a representar cerca del 20 %.

Gráfico 23. México– Evolución del Gasto Público y Resultado Fiscal



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

²⁹Ver nuevo régimen fiscal para hidrocarburos a partir de página 28. <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/419b7920-7fdf-4db4-8582-120d20fe2704/content>

En resumen, se observa una economía poco dinámica y generadora de un bajo valor agregado que no permite mejorar las condiciones mínimas a una gran parte de la población: al menos un tercio de ella no puede salir de la pobreza. La balanza comercial es deficitaria, entonces, a efectos de dotar de cierta estabilidad cambiaria, y precios, se aprovechó el período de tasas internacionales cercanas a 0 para atraer fondos internacionales con las cuales fortalecer el stock de divisas, sosteniendo una línea de asistencia del FMI del orden de los USD 48.000 MM (Cepal, 2010). La contrapartida es un creciente frente externo deudor que pondrá presión para el repago de los compromisos, más allá de los controles efectivos a las salidas de divisas en la cuenta capital y financiera. De forma adicional, el manejo de la política fiscal pretende compensar el bajo valor agregado con cierto impulso fiscal que no sostiene más allá de un período de 8/9 años, retornando a partir de 2017 a un perfil más contractivo.

IV.5 Perú

La economía peruana ya mostraba signos de recuperación desde el segundo semestre del año 2001, a partir de la buena performance de sus exportaciones mineras y una leve recuperación de la demanda interna.

Se detallan a continuación el estado de los siguientes indicadores del año 2002³⁰, previos al período analizado: la tasa de variación del PBI es de 5,5 %; la variación anual del IPC, 1,5 %; el desempleo, 5,8 % y la pobreza, de 43,3 %.

Es ineludible pasar por el análisis de la evolución del Producto Bruto Interno, como puede verse en el Gráfico 24, en conjunto, como mínimo, de su impacto en términos de dinámica de precios y tasa de desempleo. Se observa un sostenido crecimiento durante una década, haciendo omisión del año 2009 con el lógico impacto de la crisis financiera largamente comentada en los apartados anteriores, con una tasa promedio de 6,72 % anual. Esto se logra con balanza comercial positiva (si bien la cuenta corriente es deficitaria en algunos años), una inflación que salvo en el 2008 como máximo se ubica en torno al 6 % y un desempleo muy bajo, casi llegando al 3 %. La disminución de la pobreza es muy acentuada, bajando 43 p.p., para llevarla cerca del 20 %.

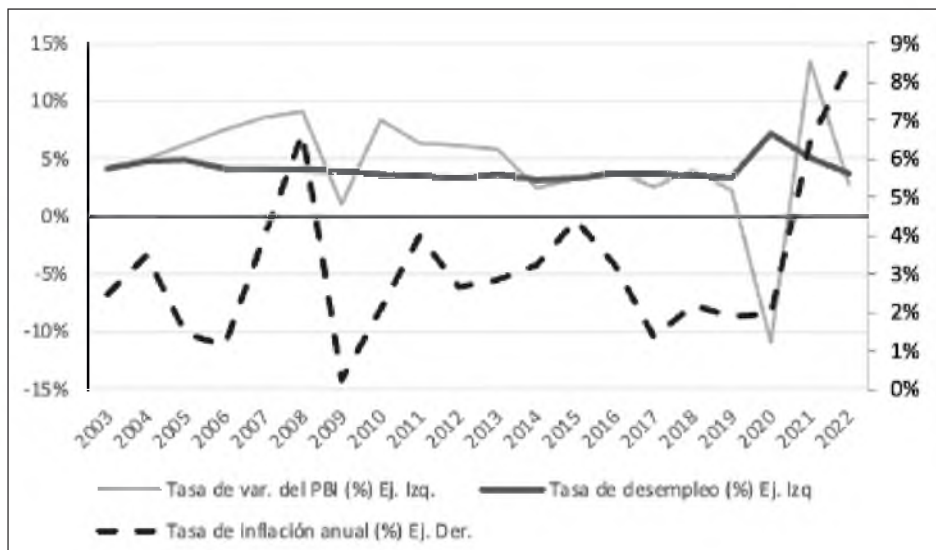
Los términos de intercambio son netamente favorables en esta etapa, el principal producto de exportación del país, al igual que Chile, es el cobre y sus derivados³¹; por lo cual, dado un volumen determinado, sus exportaciones han crecido al amparo de la evolución del precio de dicho metal en los mercados principales.³²

30 Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial (BM).

31 <https://oec.world/es/profile/country/per>, Perú es el segundo productor mundial de Cobre, el primero es Chile.

32 <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11441457/10/21/Locura-de-precios-en-el-cobre-el-descuento-que-ofrecen-los-futuros-alcanza-los-1000-dolares-por-tonelada.html> (ver particularmente la evolución del precio en el Gráfico).

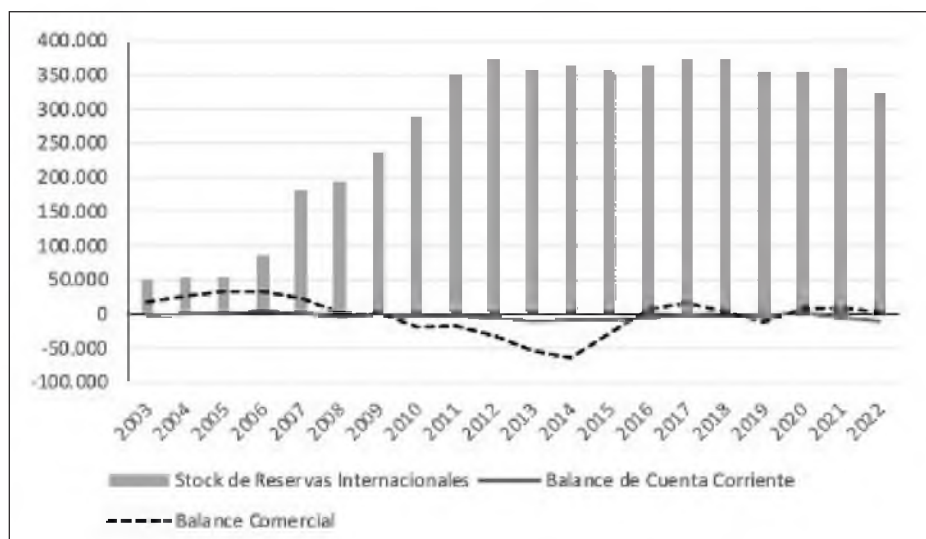
Gráfico 24. Perú – Producto Bruto Interno (Var. Anual), Tasa de Desempleo (%) e Índice de Precios al Consumidor (%)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

A partir del año 2014 y de modo similar a varios de los casos anteriores, observamos que la magnitud del crecimiento disminuye. Los ocho años comprendidos hasta 2019, antes del impacto de la pandemia, promedian una variación del 3,05 %, una tasa equivalente a un 43,6 %, previa al “*crash*” bursátil de la crisis de las hipotecas.

Gráfico 25. Perú – Situación externa: Evolución de las principales variables (en MM USD)

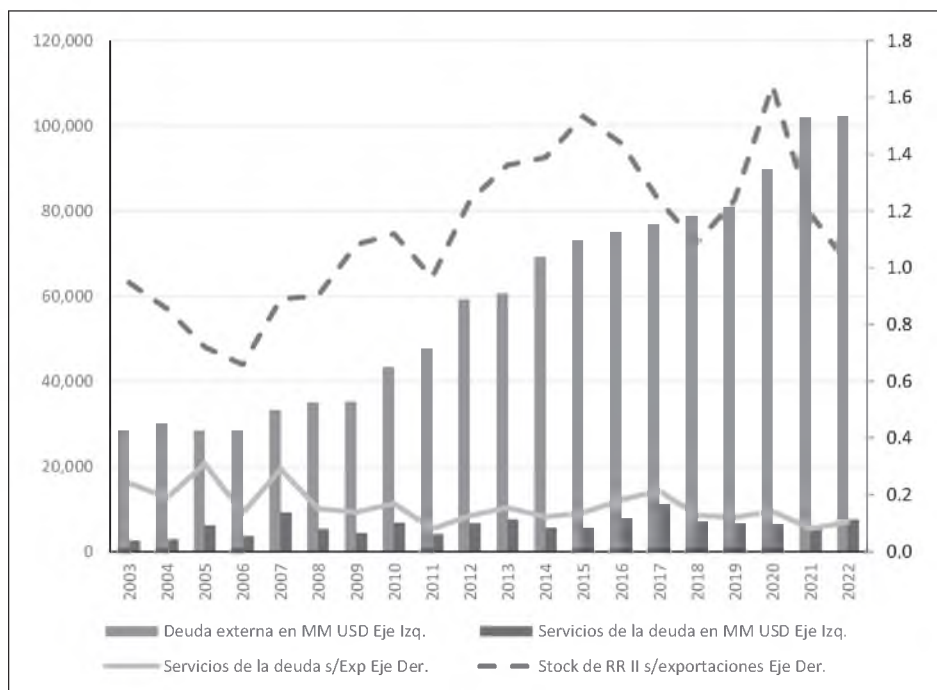


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial

Dada la condición del perfil de inserción en el comercio internacional como economía periférica productora de materias primas,³³ la alteración en el crecimiento de su principal comprador (China) y cierta desaceleración en el comercio internacional impactaron negativamente sobre todo a partir de 2014. En el caso de la producción de metales y del cobre en particular, su consumo está directamente relacionado con la evolución del comercio y funciona como un buen proxy de las expectativas de la actividad industrial mundial.³⁴

La evolución del tipo de cambio nominal sigue una trayectoria similar al tipo de crecimiento y acumulación de divisas internacionales. Con tasas de interés bajas y alternando reales positivas y negativas, la mayor disponibilidad de estas generó un período de apreciación del orden del 26 % para el tipo de cambio nominal (TCN) y del 13 % para el real efectivo (TCRE). El efecto opuesto ocurre hacia 2022 con devoluciones del orden del 49,5 % y 31,4 %, respectivamente.

Gráfico 26. Perú – Dimensiones de la Deuda Externa



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

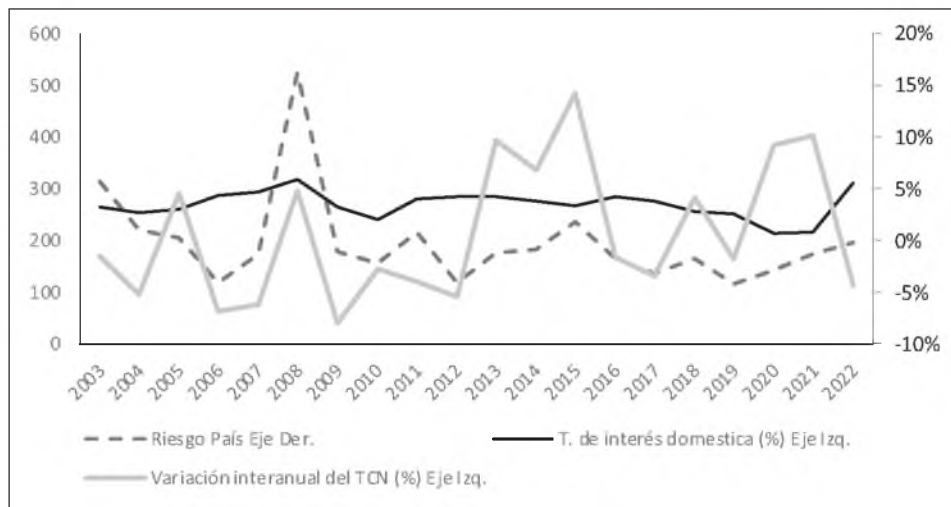
La estabilización de un stock de divisas, en conjunto con la desaceleración del ciclo y ciertas presiones inflacionarias con leve deterioro del empleo, configuran una situación integral que caracterizó los años inmediatos anteriores a la pandemia³⁵.

³³ Ver anexo.

³⁴ <https://www.bbc.com/mundo/noticias-62296561>.

³⁵ Este último episodio global de crisis, inusitado por la magnitud del alcance y el freno casi completo de la actividad, ha generado una combinación de incremento fuerte del gasto fiscal en todos los países y presiones al alza de los costos internacionales (encarecimiento de la logística, baja producción de algunos insumos básicos, aumento de la energía por el conflicto Ucrania -Rusia) que derivaron en incrementos de los precios locales en general en todos los países (por el traslado lógico de un costo creciente al que se le aplique un *mark-up*).

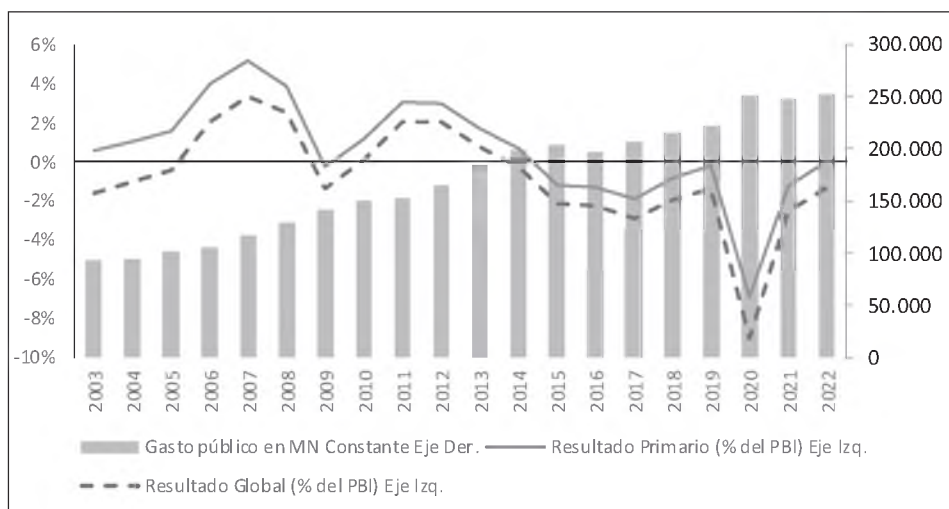
Gráfico 27. Perú – Tipo de Cambio Nominal (Var. Interanual), Tasa de Interés Doméstica (%) y Riesgo País



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Banco del Perú y
Ámbito Financiero

Pasando al plano fiscal, se verifica un suave pero persistente incremento en el gasto público real, junto con superávits primarios que estuvieron presentes a lo largo de 12 años. La mejora de los ingresos fiscales, producto de los años con buenos resultados, permitió encarar una política del gasto fiscal con objetivos específicos: mantener una inversión en capital no inferior al 4 % del PIB y reducción de gastos corrientes.

Gráfico 28. Perú – Evolución del Gasto Público y Resultado Fiscal



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (FMI)

Desde lo monetario, la administración de las tasas activas y pasivas procuraban hacer un equilibrio entre los periodos de apreciación al inicio y depreciación (particularmente en momentos electorales), mientras un mayor número de ciudadanos accedía al crédito, ingresando al mundo financiero para mantener un dinamismo en el consumo.

En resumen, una economía con un dinamismo que le permitió aprovechar la notable mejora de los términos de intercambio³⁶, para producir un cambio en los indicadores sociales de singular profundidad e importancia (reducción aproximada de 2/3 de la pobreza). Las políticas económicas en el terreno monetario permiten observar un equilibrio entre tasas de interés positivas, pero de magnitud no tan amplia como para regular la afluencia de fondos internacionales hasta cierto nivel. Desde lo fiscal es expansivo para sostener la demanda en tanto su condición de gasto autónomo. Cuando la economía se ralentizó a partir de 2013, ambas políticas (fiscales y monetarias) tendieron a exhibir un comportamiento más expansivo, siempre dentro del margen que permite el régimen de metas de inflación. Las medidas complementarias que acompañaron este proceso estaban destinadas a generar empleo para los jóvenes, acceso al crédito para consumo, entre otros.

V. ANÁLISIS COMPARATIVO POR ETAPAS

Se identificaron 4 procesos internacionales, dentro del período bajo estudio, que en forma resumida quedan constituidos así:

- Etapa 1 (2003–2007): Caracterizada por una fuerte demanda de productos básicos de la región por parte de China y mejora de los términos de intercambio para los productores de materias primas.
- Etapa 2 (2008–2010): Shock externo de gran magnitud, producto de la crisis financiera en Estados Unidos con motivo de la “burbuja” especulativa de las hipotecas de baja calificación, quiebra de bancos y rescate por parte de la FED en Estados Unidos y el BCE en Europa. Fuerte caída en los precios de las materias primas.
- Etapa 3 (2011–2019): Se combina cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento que había exhibido China con la persistente inyección de liquidez en los mercados de capitales internacionales producto de la respuesta de la FED y del BCE (Banco Central Europeo), se mantienen tasas de interés cercanas o por debajo de 0 (cero). Crecimiento de la deuda externa y aumento de las reservas internacionales.
- Etapa 4 (2020–2022): Impacto de la pandemia SARS-COV-2. Freno total de la actividad en la mayoría de los países, fuerte intervención estatal para sostener los ingresos mínimos, con un mayor poder de acción en los países desarrollados. Saturación de los sistemas de salud e impacto del encierro. Guerra entre Rusia y Ucrania, que genera encarecimiento de la energía y mayores incrementos en los costos logísticos. Niveles de inflación mundial que no se habían visto en varias décadas.

36 <https://andina.pe/agencia/noticia.aspx?id=772548>.

Tabla 1 - Etapa 1

FUERTE DEMANDA CHINA (2003-2007)							
PAÍS	PROMEDIO PBI %	PROMEDIO INFLACIÓN %	VARIACIÓN TCN %	PROMEDIO POBREZA %	SALDO ACUM. CTA. CORRIENTE MM USD	SALDO ACUM. CTA. COMERCIAL MM USD	BALANZA COM. \$/EXPORT
ARGENTINA	8,75%	8,08%	% 2,15	45,34%	28.752	65.477	0,27
BRASIL	4,03%	6,04%	(% 39,37)	37,24%	30.852	132.635	0,20
COLOMBIA	5,48%	5,40%	(% 19,56)	51,43%	(12.775)	(7.599)	(0,06)
MÉXICO	2,89%	4,05%	% 12,53	40,05%	(26.768)	(73.018)	(0,06)
PERÚ	6,29%	2,50%	(% 14,80)	46,20%	4.722	22.271	0,22
PAÍS	VARIACIÓN RR II MM USD	VARIACIÓN RRII \$/EXPORT	VARIACIÓN DEUDA EXT MM USD	PROMEDIO RES. PRIMARIO %	PROMEDIO RES. GLOBAL %	PROMEDIO TASA INTERÉS %	PROMEDIO GASTO PÚBLICO %(PBI)
ARGENTINA	31.992	0,13	11.377	% 3,89	% 2,24	% 6,62	14,61%
BRASIL	(28.346)	0,20	(23.729)	% 3,41	(% 3,58)	% 17,34	24,86%
COLOMBIA	76.288	0,08	(5.488)	% 1,66	(% 1,17)	% 7,10	17,62%
MÉXICO	(31.241)	0,02	7.279	% 1,18	(% 1,61)	% 7,33	16,04%
PERÚ	(3.769)	0,17	(4.812)	% 2,46	% 0,46	% 3,58	17,35%

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial e INDEC

Tabla 2 - Etapa 2

CRISIS FINANCIERA EUA Y SALIDA (2008-2010)							
PAÍS	PROMEDIO PBI %	PROMEDIO INFLACIÓN %	VARIACIÓN TCN %	PROMEDIO POBREZA %	SALDO ACUM. CTA. CORRIENTE MM USD	SALDO ACUM. CTA. COMERCIAL MM USD	BALANZA COM. \$/EXPORT
ARGENTINA	2,75%	8,62%	% 26,43	31,30%	11.052	42.337	0,18
BRASIL	4,17%	5,37%	(% 4,78)	27,40%	(151.648)	(15.072)	(0,02)
COLOMBIA	2,97%	4,28%	(% 5,00)	42,60%	(19.513)	(5.354)	(0,04)
MÉXICO	0,33%	4,83%	% 13,72	43,80%	(29.748)	(55.337)	(0,06)
PERÚ	6,18%	2,99%	(% 6,26)	28,40%	(9.485)	10.032	0,10
PAÍS	VARIACIÓN RR II MM USD	VARIACIÓN RRII \$/EXPORT	VARIACIÓN DEUDA EXT MM USD	PROMEDIO RES. PRIMARIO %	PROMEDIO RES. GLOBAL %	PROMEDIO TASA INTERÉS %	PROMEDIO GASTO PÚBLICO %(PBI)
ARGENTINA	6.058	0,03	8.747	% 0,28	(% 0,96)	% 12,53	18,87%
BRASIL	108.241	0,17	(191.108)	% 2,63	(% 2,53)	% 10,82	25,01%
COLOMBIA	7.125	0,05	(20.239)	(% 0,03)	(% 1,98)	% 6,26	18,41%
MÉXICO	33.376	0,04	(193.432)	(% 0,06)	(% 2,94)	% 5,93	18,33%
PERÚ	16.429	0,16	(10.008)	% 1,60	% 0,41	% 3,74	17,77%

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial e INDEC

Tabla 3 - Etapa 3

DISMINUCIÓN DEL RITMO DE CRECIMIENTO DE CHINA (2011-2019)							
PAÍS	PROMEDIO PBI %	PROMEDIO INFLACIÓN %	VARIACIÓN TCN %	PROMEDIO POBREZA %	SALDO ACUM. CTA. CORRIENTE MM USD	SALDO ACUM. CTA. COMERCIAL MM USD	BALANZA COM. \$/EXPORT
ARGENTINA	0,41%	27,37%	% 1.411,38	29,28%	(124.236)	(1.718)	(0,02)
BRASIL	0,77%	5,73%	% 139,06	19,91%	(617.223)	(179.374)	(0,08)
COLOMBIA	3,63%	3,86%	% 71,22	32,19%	(123.622)	(82.442)	(0,19)
MÉXICO	2,39%	3,71%	% 52,51	40,68%	(201.001)	(167.069)	(0,04)
PERÚ	4,07%	2,87%	% 18,00	19,24%	(45.567)	9.250	0,01
PAÍS	VARIACIÓN RR II MM USD	VARIACIÓN RRII \$/EXPORT	VARIACIÓN DEUDA EXT MM USD	PROMEDIO RES. PRIMARIO %	PROMEDIO RES. GLOBAL %	PROMEDIO TASA INTERÉS %	PROMEDIO GASTO PÚBLICO %(PBI)
ARGENTINA	(7.327)	(0,00)	(133.836)	(% 2,83)	(% 4,72)	% 28,72	23,07%
BRASIL	68.312	0,13	(223.008)	(% 0,24)	(% 5,93)	% 9,97	27,12%
COLOMBIA	24.577	0,01	(73.891)	(% 0,37)	(% 2,34)	% 4,72	18,73%
MÉXICO	62.472	0,14	(303.343)	% 0,05	(% 3,07)	% 5,10	19,01%
PERÚ	23.497	(0,03)	(37.610)	% 0,32	(% 0,67)	% 3,67	18,44%

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial e INDEC

Tabla 4 - Etapa 4

COVID, PANDEMIA Y SALIDA (2020-2022)							
PAÍS	PROMEDIO PBI %	PROMEDIO INFLACIÓN %	VARIACIÓN TCN %	PROMEDIO POBREZA %	SALDO ACUM. CTA. CORRIENTE MM USD	SALDO ACUM. CTA. COMERCIAL MM USD	BALANZA COM. S/EXPORT
ARGENTINA	1,90%	60,24%	% 196,14	39,50%	6.041	32.665	0,08
BRASIL	1,54%	6,76%	% 29,45	20,97%	(131.563)	21.254	(0,05)
COLOMBIA	3,67%	6,79%	% 46,78	37,60%	(48.470)	(49.416)	(0,30)
MÉXICO	-0,08%	6,11%	% 3,02	33,00%	(3.273)	(49.387)	0,01
PERÚ	1,75%	5,62%	% 15,09	23,85%	(12.737)	12.138	0,68
PAÍS	VARIACION RR II MM USD	VARIACIÓN RRII S/EXPORT	VARIACIÓN DEUDA EXT MM USD	PROMEDIO RES. PRIMARIO %	PROMEDIO RES. GLOBAL %	PROMEDIO TASA INTERÉS %	PROMEDIO GASTO PÚBLICO %(PBI)
ARGENTINA	(85)	(0,00)	1.795	(% 3,51)	(% 5,60)	% 45,55	23,40%
BRASIL	(32.213)	(0,03)	(5.287)	(% 2,38)	(% 7,40)	% 6,79	29,01%
COLOMBIA	4.051	0,02	(45.369)	(% 3,75)	(% 6,96)	% 4,08	22,58%
MÉXICO	18.063	0,01	33.099	(% 0,20)	(% 4,24)	% 5,88	19,95%
PERÚ	4.172	0,02	(21.412)	(% 2,72)	(% 4,30)	% 2,35	22,78%

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial e INDEC

VI. CONCLUSIONES

A partir de los datos analizados, y dentro del marco de economías de América Latina con restricción externa, se observa que los eventos exógenos se transmiten con gran rapidez al interior de cada territorio. El nivel de integración financiera y comercial modifica las condiciones, posibilidades y limitaciones de cada caso particular. Si bien de acuerdo con su configuración y perfil de inserción internacional se obtienen resultados diversos, todas las economías periféricas observadas tienen un factor en común: la subordinación a los regímenes y tendencias que se imponen en el centro.

Para suavizar ciertos impactos o para aprovechar las oportunidades que se generan, la administración y definición de las políticas económicas son fundamentales. Debe estar definida una estrategia integral y poder monitorear los resultados con una alta frecuencia. Si la tasa de interés es lo suficientemente alta para mantener un volumen de inversión de capitales transfronterizos de corto plazo, los controles a los movimientos de capital, por un lado, y la administración de tasas diferenciales o subsidiadas para dinamizar los sectores cuyo encadenamiento interno implique el menor consumo de divisas posibles, por el otro. En algunos casos se ha promovido el crédito hipotecario para dinamizar la construcción. Alternativamente la deuda nominal en dólares deberá apuntalar sectores que generen exportaciones adicionales a las existentes, que permitan una tasa de crecimiento que supere el costo del endeudamiento. Desde ya que el problema excede estas simples conclusiones, ya que el tipo de producción exportable de base de las economías analizadas tienen variaciones importantes en las cantidades (las condiciones climáticas afectan decididamente aquellas que son agropecuarias) y en los precios (que se definen en mercados internacionales y sobre cuyos fundamentos no tienen prácticamente injerencia).

La capacidad de maniobra fiscal y monetaria sigue estando determinada por la capacidad de generar divisas internacionales de manera “genuina”, esto es a través de un superávit de la cuenta corriente: “But even if default is not possible, as we suggest, that does not mean fiscal policy is unconstrained. It might be constrained by a current account (CA) deficit, if it is not possible to finance it, or reserves are not available” (Vernengo y Caldentey, 2019, p. 10).

Por otra parte, la solución de una devaluación de la moneda nacional para ajustar el déficit de cuenta corriente no solo no es recomendable por el costo socioeconómico implícito, tal lo mencionado en

el marco teórico, sino por sus efectos en la sostenibilidad del pago de la deuda en moneda extranjera. Estos eventos, finalmente, ajustan en parte el déficit de la cuenta comercial por la fuerte contracción del mercado interno que deprime la actividad y disminuye el volumen de importaciones necesarias. Tampoco hace más competitiva la oferta exportable de los países de la periferia, en tanto que estos son tomadores de precios de los mercados mundiales.

No puede dejar de observarse, en tanto parte de la bibliografía revisada, que la fase financiera del capitalismo dentro de los países emergentes ha adquirido gran relevancia, acompañando un cambio en el proceso de acumulación y una tendencia a la reprimarización de las actividades industriales. Los conceptos de desindustrialización y financiarización prematuras son claves para entender con mayor profundidad el fenómeno observable en América Latina.

Podemos concluir, en línea con el objetivo del trabajo, que los canales de transmisión entre las herramientas y lógicas de las políticas fiscales y monetarias fueron en línea con las recomendaciones de “prudencia” macroeconómica emanadas desde los organismos de crédito internacional, quienes fiscalizan lo actuado por los países, en su doble rol de acreedores de la región y guardianes de los intereses de los países accionistas respectivos.

REFERENCIAS

- Amico, F. (2013). *La política fiscal en el enfoque de Haavelmo y Kalecki. El Caso argentino reciente* (Documento de Trabajo N° 51). Cefid-Ar.
- Bastourre, D., y Zeolla, N. H. (2018). Regulación de la cuenta de capital en un mundo financieramente complejo: La experiencia reciente de América Latina. En Abeles et. al (eds.) *Estudios sobre financiarización en América Latina*, pp. 323-355. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Bortz, P. G. (2018). Flujos de capital y endeudamiento externo: Algunas reflexiones para América Latina. En Abeles et. al (eds.) *Estudios sobre financiarización en América Latina*, pp. 295-321. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Caldentey E. y Vernengo M., (2021). Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America. *Review of Keynesian Economics*, Vol. 9 N° 4, 493-511.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2006). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, 2006, (LC/G.2327-P).
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), (2010). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, 2010, (LC/G.2480-P).
- Feijo, C.; Punzo, L.F y Lamônica, M.T. (2021). Las trayectorias de crecimiento de la Argentina, el Brasil, Chile y México: una visión comparativa a través de la lente del espacio marco (*framework space*) Recuperado de <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/4750cf25-2608-4b06-a0d9-656fe3029123/content>
- Kaltenbrunner, A., y Paineira, J. P. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. En Abeles et. al (eds.) *Estudios sobre financiarización en América Latina*, pp. 33-61. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- López Acotto A., Mangas M., Martínez C. y Paparas R. (2016). *Finanzas públicas y política fiscal. Conceptos e interpretaciones desde una visión argentina*. Universidad Nacional de General Sarmiento
- Médici, F. (2011). Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007). *Ensayos Económicos*, 61/62, 103-129.
- Médici, F. (2020). Financial instability in peripheral economies: an approach from the balance-of-payments constraint. *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(4), 515-539. <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1811126>

- Pérez Caldentey, E. (2023). *Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica: un análisis comparativo entre regímenes del mundo en desarrollo*, (Documentos de Proyectos LC/TS.2022/139). Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Pérez Caldentey, E., & Vernengo, M. (2008). A Tale of Two Monetary Reforms: Argentinean Convertibility in Historical Perspective. *Studi e Note di Economia*, XII (2), 139–170.
- Prebisch, R. (1949). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. *El trimestre económico*, 16(63 (3), 347–431. <https://www.jstor.org/stable/20855070>
- Serrano, F, Freitas F, y Bhering, G., (2018). O supermultiplicador sraffiano a instabilidade fundamental de Harrod e o dilema de oxbridge. *Análise Econômica*, 38 (77), 7–31. <https://franklinserrano.files.wordpress.com/2018/10/o-supermultiplicador-sraffiano-a-instabilidade-fundamental-de-harrod-e-o-dilema-de-oxbridge-outubro-2018.pdf>
- Vernengo M. y Caldentey E. (2019). *Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries (WORKINGPAPER SERIES*, Number 495) Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts Amherst.